# السياسات النقدية والمالية

## وأداء سوق الأوراق المالية

الدكتور

عباس كاظم الدعمي





﴿ وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ ﴾

صدق الله العظيم

**السياسات النقدية والمالية**

**وأداء سوق الأوراق المالية**

# السياسات النقدية والمالية

## وأداء سوق الأوراق المالية

الدكتور عباس كاظم الدعمي

الطبعة الأولى

2010 م — 1431 هـ



دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان

رقم الإيداع لدى دائرة المكتبة الوطنية (2302/ 6/ 2009)

330

الدعمي، عباس

السياسات النقدية والماليةوأداء سوق الأوراق المالية/ عباس كاظم الدعمي._ عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع 2009 .

( ) ص

ر . أ: (2302/ 6/ 2009)

الواصفات : / الادارة المالية/ / السياسة المالية/ / الاقتصاد المالي/

* تم إعداد بيانات الفهرسة الأولية من قبل دائرة المكتبة الوطنية



الطبعة الأولى

2010 م - 1431 هـ



دار صفاء للنشر والتوزيع

عمان - شارع الملك حسين - مجمع الفحيص التجاري - تلفاكس4612190 6 962+

ص.ب 922762 عمان - 11192 الاردن

DAR SAFA Publishing - Distributing
Telefax: +962 6 4612190 P.O.Box: 922762 Amman 11192- Jordan
http://www.darsafa.net
E-mail:safa@darsafa.net

ISBN 978-9957-24-508-5 ردمك

# الإهـــداء

الى/ ثقتي ورجائي وغايتي رضوانه وغفرانه

الله رب العالمين (جل جلاله)

الى/ مصابيح الهدى والعروة الوثقى والحجة على أهل الدنيا

سيدنا محمد (ﷺ) واله وصحبه الطيبين المنتجبين

الى/ من قال الله تعالى بحقهما:

(وقل ربي ارحمهما كما ربياني صغيرا)

والدي رحمه الله وأدخله فسيح جناته

والدتي العزيزة .. فخرا وحبا ووفاء حفظها الله وابقاها.

الى/ ينابيع الاخلاص والوفاء

أخي وأخواتي ... فخرا واعتزازا

الى/ من شاركوني معاناة الحياة

زوجتي الغالية .... حبا وتقديرا

وأولادي ... رعاهم الله وحفظهم

الى/ كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

الباحث

# الفهرس

**الفصل الثاني**

**السوق المالي (تركيبها البنيوي – اهم مؤشراتها – كفاءتها)**

## الفصل الثالث

## السياسات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوقي الأوراق المالية في مصر والولايات المتحدة (1990 – 2006)

## الفصل الرابع

## قياس أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوقي مصر ونيويورك للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006)

# فهرست الجداول

# فهرست الأشكال البيانية

# فهرست الملاحق

# المقدمة

يستقطب موضوع سوق الاوراق المالية حيزاً متزايداً من أهتمام صانعي السياسة ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم، وذلك لأتساع حجم تلك الاسواق وزيادة حجم معاملاتها وارتفاع حدة المنافسة بينهما، لما تؤديه هذه الأسواق من دور مهم في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وزيادة وتائر نموه، لذا اضحى التركيز عليها مطلباً عالمياً انخرطت فيه البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، ناهيك عن الانفتاح المضطرد لأقتصاديات العالم على بعضها البعض وظهور العولمة والتجارة الالكترونية والتي شكلت بمجملها تحدياً جديداً حتم على متخذي القرار العام والخاص ادراكه والألمام بوسائل وتقنيات الافادة من الفرص، وفي ذات الوقت التحوط وحماية المكتسبات من المخاطر التي تفرضها تلك التحديات.

وفي ضوء هذه التطورات نشأت حالة عدم الأستقرار في الأسواق المالية، حين تمثلت بأزدياد مخاطر تقلبات اسعار الأوراق المالية، الأمر الذي أثر بطريقة مباشرة في نتائج اعمال الشركات بطريقة غير مباشرة في اداء تلك الأسواق واستثماراتها، وطالما ان هذه الاسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام، فإن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسات الأقتصادية، وفي الوقت ذاته تعد مؤشرات ادائها من المؤشرات الأقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الأقتصادي.

وتعد السياسات النقدية والمالية من أهم تلك السياسات لأي بلد سواء أكان متقدماً و نامياً بسبب معالجتها الكلية للأقتصاد وعلى النطاقين المحلي والخارجي، إذ تلعب تلك السياسات دوراً رئيساً في ارساء المقومات الأساسية للنمو الأقتصادي القابل للاستمرار، ولا سيما وأن الهدف الرئيس لهما هو تحقيق الأستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة، والذي يعد بدوره بمنزلة المرتكز الاساسي لحفز

الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية كونها المحرك الاساسي لعجلة التنمية الأقتصادية، إذ تعد الأسواق المالية حيزاً جيداً لتطبيق السياسة النقدية والمالية ولا سيما باستخدام الأدوات الكمية غير المباشرة وسياسة العجز الحكومي، فالأجراءات النقدية تمارس تأثيرها في السيولة الكلية للأقتصاد من خلال التأثير في سيولة السوق وعبر قنوات مشتركة، في حين سياسة العجز تمارس تأثيرها من خلال السوق النقدي، وفي الوقت نفسه فأن السوق المالي تعمل على توفير السيولة اللازمة لتسيير عملية النمو الأقتصادي، وكذلك توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الانفاق الحكومي المتزايد والذي يعمل بدوره على تسهيل وادامة عملية التنمية الأقتصادية.

ويتأثر سوق الأوراق المالية كغيره من الاسواق بمختلف العوامل والأحداث سواء من داخل السوق او خارجه وقد يكون للبعض منها تأثير ايجابي في ادائه ويكون الاخر ذا تأثير سلبي الامر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتها، وللحد من هذه التقلبات لابد من التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال اثارها، لذا حظيت العوامل الأقتصادية ومنها (النقدية والمالية) باهمية كبيرة من لدن المحللين بوصفها احدى العوامل الخارجية المؤثرة في سوق الاوراق المالية، بالإضافة الى مستوى النشاط الأقتصادي والمتمثل بالناتج المحلي الاجمالي (G.D.P) والمتغيرات الأقتصادية القطاعية والمتغيرات الأقتصادية الجزئية، فضلاً عن السياسة التجارية وسياسة الأجور .... الخ.

في حين ان العوامل الداخلية الفنية تركز على تحليل جوانب العرض والطلب التي تؤثر في اسعار الأسهم وبصفة اساسية في تحركات الماضي لأسعار اسهم الشركة او مجموعة الشركات مثل (البيع الصوري او المظهري – والشراء لأغراض الاحتكار – واستغلال ثقة العملاء ... الخ). وفي الوقت نفسه تعد مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من اجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، وكذلك رصد التطورات التي تشهدها السوق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الاداء ومقارنته باداء غيرها من الاسواق المالية الاخرى، الامر الذي يمنح فرصة للمستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار.

# الفصل الاول

# التركيب البنوى للسياسات النقدية والمالية

المبحث الأول:- طبيعة السياسة النقدية ودورها في المدارس الاقتصادية.

المبحث الثاني:- طبيعة السياسة المالية ودورها في المدارس الاقتصادية.

المبحث الثالث:- السياسات النقدية والمالية في اطار الاقتصاد الكلي.

# الفصل الاول

# التركيب النيوي للسياسات النقدية والمالية

## تمهيد

غني عن القول أن للسياسات النقدية والمالية دوراً محورياً في إرساء المقومات الأساسية للنمو الاقتصادي القابل للاستمرار، ذلك لأن الهدف الرئيسي لتلك السياسات هو تحقيق الاستقرار النقدي ومكافحة معدلات البطالة المرتفعة عن طريق تحفيز الاستثمارات المحلية وجذب الاستثمارات الخارجية والتي تمثل المحرك الأساس لعجلة النشاط الاقتصادي.

وتعد السوق المالية حيزاً جيداً لتطبيق تلك السياسات (النقدية والمالية) فسوق الاوراق المالية حيزاً مناسباً لتطبيق السياسة النقدية ولاسيما عند استخدام الأدوات الكمية غير المباشرة، الأمر الذي يسهل من عمل السلطة النقدية في محاولتها للسيطرة على تغييرات عرض النقد ومن ثم على قيمة النقود، وتعد السوق النقدية أيضاً حيزاً مناسباً لتطبيق السياسة المالية ولاسيما سياسة العجز المالي ذلك من خلال توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الإنفاق الحكومي، وفي كلا الاتجاهين تعمل السوق المالية على خلق السيولة اللازمة لتيسير عملية النمو الاقتصادي وزيادة معدلاته.

لقد انحصر الجهد في الفصل الأول في ثلاثة مباحث للاحاطة به، تضمن المبحث الأول دراسة المفاهيم والأدوات والأسس التحليلية المطلوبة في فهم السياسة النقدية. ومن ثم عرض النظريات التي اختصت بتحليل السياسة النقدية، ويستعرض المبحث الثاني مفهوم وأهداف وأدوات السياسة المالية ودورها في إطار نماذج المدارس الاقتصادية المختلفة، وأخيراً فقد اهتم المبحث الثالث بدراسة الآثار الاقتصادية التي يمكن ان تولدها السياسات النقدية والمالية في سلوك المتغيرات الاقتصادية من جهة وبالاسواق المالية من جهة اخرى.

## المبحث الأول:- طبيعة السياسة النقدية ودورها في المدارس الاقتصادية

### المطلب الأول:- معاني السياسة النقدية (مضمارها)

**The Concept of Monetary Policy**

تمثل السياسة النقدية أداة رئيسة من أدوات السياسات الاقتصادية العامة، تستخدمها الدولة بجانب السياسات الأخرى كالسياسة المالية والتجارية وسياسة الأجور والأسعار للتأثير على مستوى النشاط الاقتصادي من خلال تأثيرها في المتغيرات المحورية المكونة لهذا النشاط كالاستثمار والأسعار والناتج والدخل.

ويرجع ظهور السياسة النقدية بوصفه مفهوماً محدداً إلى أواخر القرن التاسع عشر، عندما انحصر دورها في المحافظة على عرض النقد عند درجة تكفل استقرار الأسعار داخل الاقتصاد الوطني، واستمر الوضع على ما هو عليه حتى أزمة الكساد العالمي (1929-1933)، وظهور الفكر الكينزي الذي دعا إلى ضرورة تدخل الدولة باستخدام السياسات الاقتصادية الكلية من أجل معالجة الركود الاقتصادي وتحقيق النمو المطلوب.

إن عجز الدور القديم للسياسة النقدية في وضع الحلول المناسبة للكساد الكبير، فضلاً عن شعور الدول بضرورة تدخلها في النشاط الاقتصادي وتحقيق التنمية، واتجاهها المتزايد نحو الاقتراض، وحدوث الاختلالات الداخلية والخارجية وما صاحب ذلك من مشكلات اقتصادية كل ذلك استوجب القيام بالعديد من الإجراءات النقدية والمالية، الأمر الذي كان لابد من ان يدفع إلى تطوير اساليبها وادواتها واهدافها، وذلك على اثر التطور الذي لحق بالإجراءات النقدية.

أن مفهوم السياسة النقدية قد طرأ عليه العديد من التطورات من حيث الوظائف والأهداف تبعاً لتطور النظريات النقدية. وللسياسة النقدية معنيان:

المعنى الضيق للسياسة النقدية:-

عرفت السياسة النقدية بأنها الإجراءات التي تستخدمها السلطات النقدية لمراقبة عرض النقد وتحقيق أهداف اقتصادية معينة أو هي مجموعة الوسائل التي تتبعها الإدارة النقدية لمراقبة عرض النقد بقصد تحقيق هدف اقتصادي معين كالاستخدام الكامل تبعاً للاقتصادي كنت Kent، في حين عرفها شو Shaw بأنها أي عمل واعٍ تقوم به السلطات النقدية لتغيير حجم النقد أو التأثير في كلفة الحصول عليه.[1]

السياسة النقدية، بمعناها الواسع:-

وتعني جميع الإجراءات النقدية والمصرفية التي تستهدف مراقبة حجم النقد المتيسر في الاقتصادي القومي وهي بذلك تعني العمل الذي يوجه للتأثير في النقد والائتمان وكذلك الاقتراض الحكومي أي حجم وتركيب الدين الحكومي.[2]

المطلب الثاني:- السياسة النقدية في التحليل الكلاسيكي والنيوكلاسيكي

**The Monetary Policy in Classic Analysis and Neoclassic**

يرتبط موقف الاقتصاديين الكلاسيك من السياسة النقدية بنظرتهم إلى النقود ووظائفها، إذ جاءت النظرة الكلاسيكية للنقود على أنها مجرد وسيط في عملية التبادل وهي بمنزلة ستار Neil يخفي وراءه العمليات الحقيقية في الاقتصاد القومي،

---

(1) د. اكرم حداد و د. مشهور هذلول، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر، عمان، 2005، 183.

(2) للمزيد في ذلك ينظر:

Micheal Burda & Charles Wypolsz, Macroeconomics (Aeurpean Text), 2d. Edition, Oxford University Inc, New York, First Publish, 1997, PP.190-191

واسقطوا تماماً من حساباتهم وظيفتها بوصفها اداة للادخار أو للاكتناز، فالنقود مجرد عربة تحمل عليها القيم التبادلية في الأسواق[1].

لقد جاءت الفروض الكلاسيكية حول دور النقود في الاقتصاد إيماناً منهم بأن هناك نظاماً اقتصاديا يسوده التوافق بين العلاقات الحقيقية في الاقتصاد إذا ما تركت دون تدخل من لدن السلطات العامة (قانون ساي- say's law)، فإن النقود تظل محايدة لا أثر لها في الظواهر الاقتصادية الحقيقية، إذ إن التحليل الكلاسيكي قائم على أساس الفصل(Dichotomy) ما بين العوامل الحقيقية والعوامل النقدية أو التقسيم ما بين القطاع الحقيقي والقطاع النقدي، ففي القطاع الحقيقي تتحدد العوامل الحقيقية كالدخل والاستخدام والإنتاج بمعزل عن العوامل النقدية، أما القطاع النقدي فيتحدد فيه كمية النقود، وهذا ما تذهب إليه نظرية كمية النقود (Quantity Theory of Money) التي تشير إلى إن تغير كمية عرض النقود تؤدي إلى تغيرات متناسبة طردياً في المستوى العام للأسعار، ومن ثم تغيرات متناسبة عكسياً في قيمة النقود وبالتالي فإنه بالإمكان استنباط السياسة النقدية من التحليل الكلاسيكي لنظرية كمية النقود[2].

وان جدلا قد دار بين الاقتصاديين الكلاسيك يمثلهم فيشر (Fisher) والفريد مارشال (Afred Marshall)، وبيجو (Pigon) وروبنسون وغيرهم، على هناك علاقة إيجابية بين كمية النقود المتوفرة في التداول وبين المستوى العام للأسعار، كذلك أكدوا إن تغيرات عرض النقود ليست قادرة على إحداث تغييرات في المستويات الحقيقية للمتغيرات الاقتصادية الرئيسة كالإنتاج، والدخل، وسعر الفائدة، وهذا يعني إن زيادة الكمية المعروضة من النقود بمقدار 5%. على سبيل

(1) Machael Burda &Charels Wplosz, Macroeconomics, op, Cit, P187.

(2) د.عوض فاضل إسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة للطباعة والنشر، الموصل، 1990، 388

المثال تسبب في ارتفاع الأسعار المحلية بنفس النسبة من العرض النقدي، مما يؤدي تغيير القيمة الاسمية وليست الحقيقية للناتج القومي الاسمي، وإذا كان هذا المسار مقبولاً حول العلاقة ما بين عرض النقود والمستوى العام للأسعار فإنه يمكن القول إنه ليس بالإمكان الاعتماد على عرض النقود لتحفيز أو تغيير مسار الاقتصاد، لأن ما يحدث للقيمة النقدية للنشاط الاقتصادي هو نتاج التغيرات في المستوى العام للأسعار وليس في مستوى الإنتاج وهذا ما خلصت إليه النظرية الكمية للنقود عند الكلاسيك[1].

وسعياً منهم لتوضيح هذا الموقف النظري اعتمد الكلاسيك على ما يسمى بمعادلة التبادل أو التعامل لفيشر والتي صيغت على النحو الآتي:-

$$MV=PT$$

إذ إن M/كمية النقود في التداول (عملة نقود مصرفية).

V/سرعة دوران النقود.

P/المستوى العام للأسعار.

T/حجم التبادل الذي يجري في زمن ما (هذه المعاملات تشمل سلعاً قد لا يتضمنها تعريف الناتج المحلي الإجمالي، ألا إنه تم تبادلها مثل شراء السلع المستعملة).

ولربط كمية النقود بمستوى الإنتاج فقط استبدلت (T) بالمتغير (Y) والذي يمثل كمية السلع والخدمات النهاية المنتجة خلال مدة زمنية معينة فأصبحت المعادلة كالآتي:-[2]

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.سيف سعيد السويدي، مدخل لأسس الاقتصاد، الطبعة السادسة، جامعة قطر، 2002، 271.

(2) للمزيد ينظر:-

د.عبد المنعم، السيد علي&د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003236، 239.

MV=PY

ولقد أعيد صياغة هذه النظرية فيما بعد من لدن الاقتصادي البريطاني الفريد مارشال، إذ قدم صياغة أخرى للطلب على النقود وتستند أيضاً إلى نظرية كمية النقود التي أطلق عليها بمعادلة كامبرج أو نظرية الأرصدة النقدية وصيغت على النحو الآتي:-

M=KPY

إذ تختلف هذه المعادلة عن سابقتها فقط بمفهوم (K) والذي هو في الحقيقة يساوي ($\frac{1}{V}$) ويمكن توضيح ذلك:-

MV=PY معادلة فيشر

$$V=\frac{PY}{M}$$

$$K=\frac{M}{PY}$$ معادلة كامبرج

$$\therefore V=\frac{1}{k} \quad k=\frac{1}{V}$$

ويمثل (V) في معادلة فيشر الرغبة في إنفاق النقود مثلما أشرنا إليه سابقاً(أي عدد مرات إنفاق الوحدة النقدية خلال السنة، وهذا يعتمد على الرغبة في الإنفاق)، في حين إن ($k=\frac{1}{V}$) يمثل الوحدة النقدية الواحدة التي يحتفظ بها الفرد خلال السنة.

وخلال المدة التي طور بها الكلاسيك نظريتهم وجدوا أن الناتج الإجمالي الحقيقي (Y) لا يتغير طالما إن الموارد الاقتصادية محددة وإن الاقتصاد يتسم بالتوظيف الكامل للموارد، بمعنى أن حجم الإنتاج لا يمكن تغييره خلال المدى القصير، مما يجعل مستوى الأسعار عرضة للتغير نتيجة التغيرات التي تطرأ على كمية النقود، ثم أنهم افترضوا ثبات(V) لأنها تعتمد على عوامل لا تتغير كثيراً مثل أنماط الإنفاق وأساليب الدفع وثروة الفرد وأسعار الفائدة والتضخم المتوقع

والمستوى العام للأسعار ودورة الأعمال والاتجاه السياسي والاقتصادي للبلد، وهي متغيرات مستقرة في المدى القصير أي من منظور السياسة النقدية إن البنك المركزي لن يستطيع من خلال قيامه بزيادة عرض النقود التأثير في معدل النمو في الاقتصاد، ومن هنا يتضح ان السياسة النقدية لدى الكلاسيك هي سياسة محايدة يتمثل دورها في خلق النقود بقصد تنفيذ المعاملات أي حجم المعاملات هو الذي يحدد كمية النقود الواجب توفرها، وهذا ما استطاعوا الوصول إليه لأن النقود لحد هذه الحقبة من الزمن لا تزال تعد وسيلة لتسهيل الحياة الاقتصادية وتتمتع بالحيادية، وبالتالي حيادية السياسة النقدية خلال مدة الكلاسيك والنيوكلاسيك فعلاقة النقود موجودة فقط مع المستوى العام للأسعار لا غيرها[1].

المطلب الثالث:- السياسة النقدية في التحليل الكينزي

The Monetary policy Of Keynesian Analysis

بدأ كينز تحليله النقدي بنقد الفصل بين نظرية القيمة ونظرية النقود والأسعار التي أشار إليها الكلاسيك، فلقد كان ظهور كتاب النظرية العامة في التشغيل والفائدة والنقود ( The General Theory of Employment, Interest Rate and Money) سنة 1936 والمشهورة باسم النظرية العامة حدثاً بارزاً في تاريخ الاقتصاد خاصة بعد أن مر النظام الاقتصادي العالمي بأعنف أزمة اقتصادية عرفت تاريخياً الأزمة الكبرى وعجز التحليل الكلاسيكي عن معالجة هذه الأزمة، لتعد النظرية الكينزية بمنزلة ثورة حقيقية في النظامين النقدي والاقتصادي، ففي الوقت الذي يؤمن فيه النظرية الكلاسيكية بحيادية النقود، تقوم النظرية الكينزية على أساس أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه النقود على مستوى الاقتصاد القومي، بمعنى إن تغير كمية النقود يؤثر بالتبعية في المتغيرات الاقتصادية سواء العمالة والإنتاج

---

(1) - د. عوض فاضل اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 493 – 494

- علي يحيى علي العكيلي، فاعلية السياستين المالية والنقدية وانعكاساتها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، أطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 20023.

والاستهلاك والادخار والاستثمار وبالتالي يؤثر في الوضع الاقتصادي ككل، وبهذا فإن وجهة النظر النقدية عند كينيز قد قامت على فروض تخالف فيه فروض نظرية كمية النقود عند الكلاسيك(1).

وفي هذا الصدد لا بد من الإشارة إلى أهمية المعالم الأساسية لأفكار الاقتصادي السويدي وفكسل Wicksell، إذ قام بشرح أفكاره الاقتصادية في سلسلة من المؤلفات صدرت باللغة الألمانية سنة (1898) والتي ظلت غير معروفة حتى ترجمت إلى اللغة الإنكليزية وكان ذلك سنة (1936) وتحت عنوان (الفائدة والأسعار)، وقد شهدت سنة 1936 ظهور كتاب (النظرية العامة) لكينز، إذ يوجد تشابه كبير بين كتاب النظرية العامة والتطورات الفكرية التي أحدثها فكسل، فقد قيل إن كينز قد قام بنقل ونسخ أفكار Wicksell، وإن كل مجدٍ وفخرٍ منسوب لكينز ينبغي أن يكون لفكسل، إذ جاء التحليل النقدي لفكسل مناهضاً للتحليل النقدي الكلاسيكي عند كل من هيوم وريكادور وميل وفيشر، من خلال تركيزه على معدل الفائدة والأسعار وعلاقاتها بمستوى الأسعار أو قيمة النقود، وفضلاً عن ذلك فقد حاول أن يتجاوز الفصل في النظرية الاقتصادية، بأن يدمج ما بين النظرية النقدية ونظرية القيمة، أي تحويل الأسعار النسبية إلى أسعار نقدية أو مطلقة عن طريق تطبيق فكرتي العرض والطلب على المستوى العام للأسعار، وهذا ما قام عليه التحليل الكينزي(2).

لقد عدَّ كينز السياسة المالية أكثر فعالية وتأثيراً في حل المشكلات الاقتصادية، ألا إنه أقر للسياسة النقدية بلعب دور المساعد لتلك السياسة ويعود تأكيده على دور السياسة النقدية إلى جانب السياسة المالية لإيمانه على خلاف الكلاسيك بأن للنقود وظيفة أخرى مهمة، غير كونها وسيلة للمبادلة، وإنما هي مخزن للقيمة

---

(1) د.زينب عوض الله & د.اسامة الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان،232, 2003-228.

(2) د.سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 1985، 207-198.

جاعلاً للنقود الدور المحرك في التغيير الاقتصادي من خلال الدخل والإنتاج والاستخدام، إذ إن الاحتفاظ بالنقود بدلاً من استثمارها جاء نتيجة عنصر الشك والمخاطر بالمستقبل الذي يسيطر على الأفراد، وبما يؤديه ارتفاع (سعر الفائدة)(*) من انكماش في حجم الاستثمار ومن ثم نقص في الطلب الكلي الفعال والذي ينعكس بدوره على مستويات الدخل والإنتاج والاستخدام ويحصل العكس بميل التفضيل النقدي للانخفاض، وهكذا يعد التفضيل النقدي طبقاً للتحليل الكنيزي مصدراً مهماً من مصادر التقلبات الاقتصادية[2].

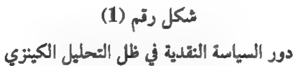
ويركز التحليل الكنيزي بصفة أساسية على أثر التغيير في المعروض النقدي على المتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن ثم المسار الاقتصادي، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل (1):-

---

(*) طبقاً للتحليل الكنيزي يعد سعر الفائدة ظاهرة نقدية (Monetary Phenomenon) وليست ظاهرة عينية أو حقيقية كما افترضها التحليل الكلاسيكي، ويتحدد سعر الفائدة في السوق النقدية على أساس التفاعل ما بين العوامل النقدية (العرض والطلب النقدي) وسعر الفائدة هو عبارة عن مكافأة التخلي عن السيولة النقدية خلال مدة معينة.

(2) للمزيد ينظر:-

أوس فخر الدين أيوب الجويجاتي، أثر متغيرات نقدية ومالية في النمو الاقتصادي في بلدان نامية مختارة، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل،133-130,2005.



## شكل رقم (1)

## دور السياسة النقدية في ظل التحليل الكينزي



Source:
- Mrachel Burda & charles, Wyploz, Macroeconomics (Aeuropean text), 2nd, Oxford un. Inc, New York, First Publish, 1997, P202.
- مايكل أبدجان، الاقتصاد الكلي( النظرية والسياسة)، ترجمة محمد إبراهيم، دار المريخ للطباعة

(إن إيمان كينز بمبدأ تدخل الدولة جعله يفوض إدارة وتحديد كمية النقود اللازمة للاقتصاد للسلطات النقدية، وعليه فإن كمية النقود المعروضة تعد بمنزلة متغير خارجي يتحدد من خارج السلطة النقدية، في حين عد الطلب على النقود (Md) يتحدد بتفضيل السيولة، أي ان تفضيل الرصيد النقدي يعد من ابرز مميزات التحليل الكنيزي عن التحليل الكلاسيكي بعد أن حدد كينز ثلاثة دوافع للطلب

على النقود(دافع التبادل ودافع الاحتياطي ودافع المضاربة)[1]، فقيام السلطة النقدية بزيادة كمية النقود المعروضة كشراء الأوراق المالية من السوق النقدية على سبيل المثال سوف يؤدي إلى تحول منحنى عرض النقود من $Ms_0 \rightarrow Ms_1$، مثلما في منحنى (1) وبما إن $(M^d=L_1+L_2)$[*] فان الكمية الزائدة في ظل ثبات الدخل ستكون ( $\Delta M_s = L_2$ ) أي توظيف هذه النقود لأغراض المضاربة في السندات من لدن الأفراد مما يزيد الطلب على السندات فترتفع أسعارها السوقية، وبما أن هناك علاقة عكسية بين سعر السند ومعدل الفائدة فإن معدل الفائدة سينخفض من $R_0$ $\rightarrow R_1$ مثلما في منحنى (1)، وبالتالي يؤثر ذلك في الاستثمار الذي يتمتع بمرونة عالية بالنسبة الى معدل الفائدة على أساس العلاقة ما بين معدل الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال[*]، وبما أن معدل الفائدة قد انخفض فهذا يعني إن المنتجين سوف يزيدون من المشاريع الاستثمارية وعليه يرتفع الاستثمار من $I_0 \rightarrow I_1$ مثلما في منحنى(2)، وزيادة الاستثمار حسب التحليل الكينزي تؤثر في الطلب الكلي الفعال والذي يتحدد وفقاً للاستهلاك والاستثمار، وبما أن الاستثمار أحد المكونات الرئيسة للطلب الكلي، فزيادة الاستثمار طبقاً لآلية السياسة النقدية السابقة الذكر، تؤدي الى زيادة الدخل وهو ما يظهر في منحنى (3) إذ أرتفع الدخل التوازني من $Y_0 \rightarrow Y_1$ وهذا بسبب عمل المضاعف.

وبذلك فأن زيادة كمية النقود يترتب عليها حدوث زيادة في الدخل وفقاً لتحليل كينز، ويمكن أن نتصور الحالة العكسية عند تخفيض كمية النقود المعروضة، فالنقود هنا ليست محايدة كما يرى الكلاسيك بل تلعب دوراً كبيراً في التأثير في

---

(1) عباس كاظم جاسم، تقييم السياسة النقدية، في بلدان عربية مختارة، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2005، 29 – 30.

(*) Md:-الطلب على النقود (التفضيل النقدي يساوي $L1$ الاحتفاظ بالنقود لأغراض التبادل و $L_2$ الاحتفاظ بالنقود لأغراض المضاربة).

(*) الكفاية الحدية لرأس المال:- وهو سعر أعادة الخصم الذي يحقق التعادل بين نفقات المشروع والقيمة المخصومة لتيار الدخل المستقبلي الذي يولده المشروع.

حجم النشاط الاقتصادي من خلال تفعيل الطلب الكلي إلى الحد الذي يسمح بتحقيق التشغيل الكامل للأيدي العاملة في المجتمع[1].

وفي نفس السياق السابق لا بد من الإشارة إلى محاولة (الكينزيين)(**) تطوير وتقديم النظرية العامة لكينز بصورة منتظمة وسهلة وانطلقوا في ذلك من تفسيرهم لأثر السياسة النقدية من خلال منحيين أساسيين منحنى تفضيل السيولة ومنحنى الكفاية الحدية لرأس المال، إذ يمكن التعرف على دور السياسة النقدية من خلال مرونة تفضيل السيولة بالنسبة لسعر الفائدة أي إن تغير الكمية المعروضة يكون أكثر تأثيراً من سعر الفائدة، وبالتالي في الاستثمار والتشغيل طالما كان الطلب على النقود أقل مرونة وحساسية بالنسبة الى التغيرات في سعر الفائدة وبالعكس، في حين أن تمتع منحنى الكفاية الحدية لرأس المال بمرونة اكبر لسعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الاستثمار بمقدار أكبر جراء تغير أقل في سعر الفائدة وبالعكس[2].

ومع تركيز كينز في ذلك الجزء من الطلب على النقود على العلاقة بين الدخل الحقيقي والأرصدة الحقيقية ألا إنه لم يتطرق إلى الشكل والطريقة التي يحتفظ بها الإفراد بتلك الأرصدة آنذاك بمعنى أخر إن النقود والسندات هما الشكلان الوحيدان للاحتفاظ بالثروة، وبالتالي فإن توقع المستثمرين انخفاض سعر الفائدة

---

(1) للمزيد ينظر:

د.مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية 1985، 303 – 307.

عباس كاظم جاسم، تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة، مصدر سابق، 33 – 34.

(**) يقصد بالكينزيين الاقتصاديين الذين طوروا الفكر الكينزي وحاولوا الحفاظ عليه خاصة بعد أن تعرض التحليل الكينزي إلى العديد من الانتقادات ومن هؤلاء(جيمس توبن و بومول وهانسن وهيكس وهارد و دومار وهاري ماركوويتس....الخ).

(2) للمزيد ينظر:-

-د.مصطفى رشدي شيحة، الاقتصاد النقدي المصرفي، مصدر سابق، 310-307

-د.زينب عوض الله & د.أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد المصرفي، مصدر سابق، 236-235.

السوقي كان لان النقود الموجودة هي الشكل الوحيد الذي يفصله المستثمرون وبالعكس، ولكن مع التطورات التي حصلت في الأسواق المالية وإمكانية استثمار الأموال لمدد قصيرة جداً لا تتجاوز (24 ساعة مثلاً)، أصبح من الضروري معرفة الطريقة التي يحتفظ بها الأفراد بأرصدتهم النقدية وهذا ما حاول الكينزيين تفسيره من خلال تحليلاتهم المختلفة.

(فقد أشار توبن الى إن فرضية كينز حول التوقعات التي تعكس الاختيار مابين النقود والسندات غير واقعية، إذ من المؤكد إن المستثمرين يتوقعون حدوث تغيرات في أسعار الأوراق المالية تبعاً لتغيرات أسعار الفائدة في السوق، ولكن هذه التوقعات ترتبط أساساً بعامل عدم اليقين الذي جعلها كينز حالة مؤكدة لمعدل الفائدة في المستقبل، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن النقود والسندات ليسا الشكلين الوحيدين اللذين يؤلفان المحفظة الاستثمارية، فالأخيرة تتألف بالإضافة إلى النقود والسندات من أصول أخرى وهذا الأمر لم يحظ باهتمام كينز)[1]، فضلاً عن ذلك أكد توبن أن النقود هي موجود (Asset)، أي إنه أكد وظيفة النقود بوصفها مخزن للقيمة أكثر من وظيفتها أداة للتبادل أي انه من غير المعقول أن تبقى هذه الأرصدة مجمدة لمدة من الزمن لحين الحاجة الى انفاقها مع توفر فرص استثمارها في الأسواق المالية والحصول على عوائد مالية جراء ذلك، طالما أن هنالك فجوة ما بين استلام الدخل وأنفاقه، إذ أن لا بد في هذه الحالة أن يتضمن الطلب على النقود شكل الاختيار ما بين الاحتفاظ بهذه الأرصدة بشكل نقدي ومن دون عائد إذ إن استثمارها في موجودات ايرادية كالأوراق المالية لمدة قصيرة لحين الحاجة الى استغلالها وتغطية المصروفات المتوقعة، أي إمكانية تحويل النقود إلى الأصول

(1) د. عوض فاضل اسماعيل الدليمي، البنوك والنقود، مصدر سابق، 572.

-Marchael Burda & charles Wyplosz, Macroeconomics, op, cit, p214

الأخرى، ولذلك فقد ذهب كل من توبن وباMول إلى أن الطلب على النقود يعتمد بالإضافة إلى الدخل على عوامل أخرى عدة ومنها:-[1]

- تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالأرصدة النقدية لغرض التبادل بشكلها النقدي مقابل استثمارها في موجودات مالية أخرى، وتتمثل هذه التكلفة بسعر الفائدة في السوق، قد يواجه المستثمرين الاحتفاظ بالنقود مخاطر كبيرة بسبب التقلبات في قيمة النقود نتيجة للتقلبات في المستوى العام للأسعار.
- تكلفة الدخول إلى السوق والخروج منه التي تتمثل بشكل رئيس بالعمولات التي تدفع عادةٍ للسماسرة الماليين عند البيع والشراء في الأوراق المالية.
- حالة عدم اليقين أي عدم التأكد فيما يخص أسعار الفائدة في المستقبل مما يشكل حجر الزاوية في المفاضلة بين السندات والنقود بوصفها أشكالاً رئيسة من أشكال الاحتفاظ بالثروة.

(لقد جاءت مساهمة الكينزيين هذه خاصة بعد أن تعرضت نظرية كينز في الطلب على النقود لأغراض المضاربة إلى انتقادات عد أولها، أن فخ السيولة الذي تحدث عنه كينز هو حالة خاصة في الطلب على النقود ولا يحصل ذلك إلا في الظروف غير الاعتيادية كزمن الكساد الاقتصادي الكبير الذي مر به العالم خلال الثلاثينيات من القرن الماضي، وثانيها أن الطلب على النقود لأغراض المضاربة مبني على افتراض الاختيار ما بين الاحتفاظ بالثروة بالكامل وبشكل نقدي أو بشكل سندات، بينما الحالة الأكثر احتمالاً في رأي المستثمر هو تنويع المحفظة Portfolio of Diversification وتوزيع الثروة ما بين النقود والسندات، ولكن بفضل مساهمة الكينزيين وبالذات ماركوويتس وجيمس توبن في الخمسينات من القرن الماضي جاءت لتعالج هذا النقص في النظرية الكنزية، وقدم كل منهما الطريقة التي يمكن

---

(1) - د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 244.

- المصدر السابق نفسه، 572.

للأفراد من خلالها الاختيار ما بين المضاربة في توزيع ثرواتهم و النقود والسندات وعلى أساس الموازنة بين العوائد والمخاطر والوصول إلى محفظة استثمارية متنوعة من النقود والسندات)[1].

ويمكن تلخيص اسهام كل من توبن وماركووتيس بالشكل الأتي:[2]

- يرغب المضارب بتقسيم ثروته ما بين النقود والسندات.
- تتميز النقود بقلة المخاطرة والخفاض العائد، بينما تتميز السندات بارتفاع العائد والمخاطرة مقارنة بالنقود.
- يتمثل العائد على السندات بالفوائد المستحقة عليها بالإضافة إلى الزيادات المتوقعة في أسعارها، في حين أن العائد على النقود يتمثل بالفوائد التي تمنح على الودائع في المصارف.
- إذا أراد المضارب أن يقلل المخاطر التي يتحملها فإنه يزيد من موجوداته النقدية ويقلل من موجوداته من السندات، وبذلك فهو يضحي بالعوائد التي يمكن أن يحصل عليها من السندات وتزداد التضحية كلما ارتفعت هذه العوائد.
- إذا كانت التضحية بالعوائد مقابل تخفيض المخاطر أكبر مما يرغب فيه المضارب فإنه في هذه الحالة سوف يزيد من طلبه على السندات ويقلل طلبه على النقود، وهذا يتحقق عندما ترتفع الفوائد على السندات وبالعكس في حالة انخفاضها.

وبهذا تمت معالجة النقص في التحليل الكينزي للطلب على النقود لأغراض المضاربة الذي افترض أن المضارب يحتفظ بأرصدته إما بشكل نقود أو على شكل سندات وليس للاثنين معاً، إذ فسر كينز ذلك الطلب على النقود عند انخفاض سعر الفائدة باختلاف توقعات المضاربين واختلاف حالة عدم التأكد، في حين جميس

(1) للمزيد ينظر:-

-د. عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف و الاسواق المالية، مصدر سابق، 251.

(2) المصدر السابق نفسه، 251 - 252.

توبن فسر هذا الطلب على أساس اختلاف الموازنة ما بين العوائد والمخاطر بين المضاربين.

المطلب الرابع:- السياسة النقدية في التحليل النقودي

**The Monetary Analysis Of Monetary Policy**

مثلما بدأ كينز أفكاره كلاسيكياً لينتهي معارضاً وبشدة للفروض والمبادئ الأساسية للتحليل الكلاسيكي، فإن الأفكار والمبادئ الأساسية للتحليل الكينزي قد تعرضت هي الأخرى لأنتقادات عدة من لدن أصحاب (مدرسة شيكاغو) أو المسماة (المدرسة النقودية) والتي يتزعمها الاقتصادي الأمريكي ملتن فريدمان (Milton Friedman).

ويبني أصحاب هذه المدرسة آراءهم بالإشارة إلى مدرسة أخرى يطلق عليها مدرسة المنفعة (The Utility School) والتي تفترض أن النقود تعطي منفعة لحائزها مثلها في ذلك مثل السلع وبذلك فإن إدخال الناتج الإجمالي في الطلب على النقود يرجع إلى أن الناتج الإجمالي يمثل قيداً للإنفاق (أي حد أعلى للإنفاق) فهو بمنزلة مقياس للحجم (Scale Variable) يقابل الدخل في دالة الاستهلاك ويستخدم أصحاب هذه المدرسة تعريفاً عريضاً للنقود[1].

فبعد تراجع نظرية كمية النقود الكلاسيكية على مسرح الفكر الاقتصادي لمدة عقدين من الزمن تقريباً، أعيدت الحياة الى هذه النظرية وبالتحديد سنة (1956) على يد الاقتصادي المعروف ملتن فريدمان، إذ أنصب اهتمامه على دور النقود والسياسة النقدية في الاقتصاد وشدد على أهمية معادلة التبادل بوصفها وسيلة تحليلية، وعلى أهمية النظرية الكمية للنقود كأداة للسياسة الاقتصادية بوصفها خير

(1) للمزيد ينظر:

- عباس كاظم جاسم، تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة، مصدر سابق، 38 - 39.

تعبير عن دور كمية النقود، وفي الوقت نفسه تعد همزة وصل بين السياسة النقدية ومقدار الإنفاق الكلي في الاقتصاد(1).

وقبل التعرض الى آلية انتقال الآثار النقدية إلى الاقتصاد مثلما قدمها فريدمان وشوارتز نعرض باختصار دالة الطلب على النقود، فطبقاً لفريدمان فإن النقود إحدى وسائل الاحتفاظ بالثروة التي يمكن ان تتجسد في صور أخرى مثل السندات والأسهم العادية والسلع العينية ورأس المال البشري وبناءً على هذا التحليل فإن دالة الطلب على النقود تعتمد على المقدار الإجمالي للثروة المحتفظ بها على أشكال مختلفة وتكلفة الأشكال المختلفة للاحتفاظ بالثروة وعائداتها والأذواق وتفضيلات مالكي الثروة، ويعتمد المقدار الحقيقي للنقود وبشكل محدد على سعر الفائدة والمعدل المتوقع للتضخم والثروة بوصفها تتضمن ثروة بشرية ونسبة الثروة غير البشرية إلى الثروة البشرية وأية متغيرات أخرى يمكن أن يكون لها تأثير في الأذواق والتفضيلات ويمكن كتابة صياغة دالة الطلب على النقود وفقاً للتحليل الفريدماني بالشكل الآتي(2):

$M^d=f(P,rb,re,\frac{\Delta P}{\Delta t}.\frac{1}{P},yp/p,w,u)$ إذ أن:

$M^d$/ دالة الطلب على النقود.

P/ المستوى العام للأسعار.

rb/ عائد السندات ويتمثل بسعر الفائدة السوقي.

re/ عائد الأسهم ويتمثل بالأرباح السنوية.

$(\frac{\Delta P}{\Delta t}.\frac{1}{P})$/ معدل التضخم المتوقع.

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د. عبد المنعم السيد علي & د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 255-256.

(2) د. عوض اسماعيل الديلمي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 567 - 568.

/yp/p يمثل الثروة ويصفها برصيد مرتبط بالدخل الدائم عن طريق سعر الفائدة.

/w يمثل رأس المال البشري الذي يمثل العلاقة ما بين رأس المال البشري ورأس المال غير البشري.

/u يمثل الأذواق وترتيبات الأفضلية.

ويتضح من الصيغة أعلاه أن الطلب على السيولة النقدية دالة في عوائد الأصول المالية والنقدية وهي متغيرات خارجية وكذلك معدل التضخم المتوقع هو الآخر متغير خارجي، في حين أن الدخل الدائم والعنصرين الآخرين (w,u) هما متغيرات داخلية، وعد فريدمان تأثيرها ضئيلاً في المدى القصير ليصل إلى أن دالة الطلب على النقود وهي متجانسة من الدرجة الأولى بالنسبة إلى الأسعار ليعود إلى النظرية الكمية للنقود ولكن بطريقة تحليلية مختلفة، أما فيما يتعلق بعرض النقود فقد لاحظ فريدمان ان لها أهمية كبيرة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، أن للنقود دور كبير في النشاط الاقتصادي، فأية تقلبات في عرض النقود ستقود إلى تقلبات في النشاط الاقتصادي، وهنا يؤكد فريدمان أنه من اجل المحافظة على تحقيق التوظيف الكامل دون التضخم يتطلب أن ينمو الناتج القومي الصافي بمقدار الزيادة نفسها في المعروض النقدي أي ضبط معدل التغيير في عرض النقود وبنسبة ثابتة ومستقرة تبعاً لمعدل النمو الاقتصادي والذي بدوره يحقق استقراراً نقدياً، وهذا هو دور السياسة النقدية[1].

وطبقاً لفريدمان وشوارتز فإن زيادة عرض النقود من خلال زيادة عمليات السوق المفتوحة للأوراق المالية الحكومية سيؤدي إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية وانخفاض العائد، مما يغير معه ترتيب محفظة الأوراق المالية لدى الأفراد حملة الأصول فالأفراد سوف يملكون المزيد من النقود مقابل ملكية قليلة من الأوراق المالية وبما أن الأفراد لا يرغبون بالاحتفاظ بأرصدة نقدية فأنهم سيحاولون أعادة

---

(1) للمزيد ينظر:

- عباس كاظم جاسم، تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة، مصدر سابق، 40 - 41.

ترتيب محافظ الأوراق المالية من أجل تخفيض حيازتهم النقدية، وهذا يدفعهم نحو شراء أوراق مالية مربحة، وبالتالي سيقود هذا الشراء إلى تزايد أسعار السندات وانخفاض العائد عليها، الأمر الذي يزداد فيه الطلب على الأصول الأخرى بما فيها الأسهم والأصول العينة العقارات-الأرض ومع زيادة هذه الأصول فإن أسعارها سوف تزداد ولهذه الزيادة تأثيرات إضافية متمثلة بارتفاع الأسعار وتنشيط أنتاج هذه الأصول والذي يزداد معه الطلب على الموارد المستخدمة في إنتاجها، وهذا يعني أن زيادة عرض النقود ستسبب زيادة في الإنفاق على الأصول العينية، وبالتالي على الخدمات، إذ تتضمن هذه الزيادة في النفقات زيادة الإنفاق على كل من الاستثمار والاستهلاك[1].

فقد أشار فريدمان إلى أن الزيادة في عرض النقود ستؤدي إلى زيادة مهمة في الطلب الكلي، ففي الأمد القصير ستسبب زيادة المعروض النقدي زيادة في الناتج والأسعار معاً، في حين إن الزيادة في عرض النقد ستؤدي وبشكل رئيس إلى زيادة المستوى العام للأسعار خلال الأمد الطويل، وهكذا اعتبر فريدمان إن معدل النمو طويل الأجل بالنسبة الى الناتج يتحدد بعوامل حقيقية معدل الادخار وهيكل الصناعة، ومن ثم فأن الزيادة السريعة في المعروض النقدي خلال المدة الطويلة تسبب ارتفاعاً في معدل التضخم وليس ارتفاع معدل النمو في الناتج، طالما أنهم ينظرون إلى التضخم على أنه ظاهرة نقدية بحتة، وبالتالي فإنهم يعطون مكافحته الأهمية القصوى في صلاح حالة النظام الرأسمالي.

المطلب الخامس:-السياسة النقدية في تحليل التوقعات العقلانية.

**The Monetary Policy Of Rational Expiations Analysis**

بنى فريدمان نموذجه على انتقاده للنموذج الكنيزي فإنه تعرض هو الأخر لانتقادات عديدة من لدن أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية التي ظهرت خلال عقد السبعينات من القرن الماضي بقيادة (روبرت لو كاس) من جامعة شيكاغو،

(1) مايكل ابدجان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 332 – 333.

و(روبرت بارو) من جامعة هارفارد....وغيرهم، وينبع هذا المنهج من روح المنهج الكلاسيكي الذي سبق بحثه من ناحية تأكيده دور الأسعار والأجور المرنة في تحقيق التوازن ما بين العرض والطلب ولكنه يضيف سمة جديدة لهذا التحليل ألا وهي سمة التوقعات العقلانية للوحدات الاقتصادية (الأفراد-المنشات)، وتتلخص المنطلقات الأساسية لهذه المدرسة بما يأتي[1]:-

أولاً:-

تفترض نظرية التوقعات العقلانية أن توقعات (الأفراد-المنشأة) توقعات عقلانية، أي إنها غير متحيزة إحصائيا (Unbiased) لأنها تستند إلى معلومات وافية وكافية عن الحالة الاقتصادية ولا تختلف هذه المعلومات عن تلك التي تستند إليها السياسات الاقتصادية الحكومية من الناحية النظرية والعملية، لذا فأنه ليس بوسع الحكومة أن تخدع الوحدات الاقتصادية من خلال سياساتها الاقتصادية، طالما أن الوحدة الاقتصادية على إطلاع جيد على الأمور ولديها مدخل للمعلومات ذاتها التي لدى الحكومة، فعلى سبيل المثال عندما تقرر الحكومة زيادة كمية النقود في التداول في حالة الركود الاقتصادي أو التضخم فإن (الأفراد-المنشأة) سوف يتصرفون على وفق توقعاتهم قبل أن تقوم الحكومة باتخاذ قرارها الاقتصادي.

ثانياً:-

الافتراض الثاني لهذه النظرية هو الاعتقاد بمرونة التغيير في الأسعار والأجور التي افترضتها النظرية الكلاسيكية التي من شأنها إن تؤدي إلى تحقيق التوازن بين العرض والطلب في جميع الأسواق وبشكل تلقائي بما في ذلك سوق العمل.

وينطلق أصحاب مدرسة التوقعات العقلانية في التحليل من إن سلوك الوحدات الاقتصادية يتحدد على أساس تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن، وأمام كل وحدة اقتصادية كماً معيناً من المعلومات

---

(1) د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 444-445.

حول المتغيرات الاقتصادية الكلية يمكن أن تستخدم بكفاءة عالية تستطيع من خلالها اتخاذ القرارات الواقعية والصحية بشأن كل متغيرات السياسية الاقتصادية، وبالتالي سوف لا يكون لمثل هذه التغيرات في السياسة الاقتصادية ومنها النقدية إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ بالحسبان ولاسيما في المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد كالإنتاج والاستخدام[1].

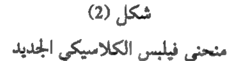
وفي ظل فرضية التوقعات العقلانية، يرى الكلاسيك الجدد حيادية النقود، إذ يرون أن زيادة الكتلة النقدية مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها دون تغيير سوف تترجم إلى ارتفاع متكافئ في المستوى العام للأسعار وإنهم بذلك يتفقون مع التحليل الفريدماني أيضاً، وهم بذلك يرجحون فكرة اوتماتيكية التأثير للتوقعات العقلانية، فالسياسة النقدية على وفق نظريتهم لا تقوم بإحداث أي تأثير على مستوى الإنتاج ما عدا التضخم المفاجئ أو غير المتوقع من لدن الأفراد لما يسمح بالانخفاض وقتي لمعدل البطالة تحت المستوى الطبيعي وهم بذلك يرفضون فكرة وجود علاقة ما بين التضخم والبطالة خلال الأمد الطويل، بل ذهبوا إلى أبعد من ذلك حين رأوا أيضاً عدم وجود هذه العلاقة حتى في الأمد القصير، فمثلاً تطبيق سياسة نقدية جديدة يستدعي المزيد من الزيادات في عرض النقود، وذلك عندما يتأكد الأفراد أن هذه الزيادة في عرض النقود تشير إلى معدل مرتفع للتضخم، فإن الأجور والأسعار لا بد أن تتعدل في الحال بافتراض المرونة في إطار التوقعات العقلانية، وبافتراض العمالة الكاملة فإن الأجور والأسعار سوف تزداد نسبياً تاركة الأجر الحقيقي دون تغيير، وبالتالي معدل البطالة دون تغيير على الرغم من تزايد معدل التضخم، لذلك فإن منحنى فيلبس يأخذ عندهم الخط المستقيم العمودي على المحور الأفقي[2] وكما موضح في الشكل الآتي:-

---

(1) علي يحيى علي العكيلي، فاعلية السياستين المالية والنقدية وانعكاساتها على المتغيرات الاقتصادية الكلية، مصدر سابق، 15-14.

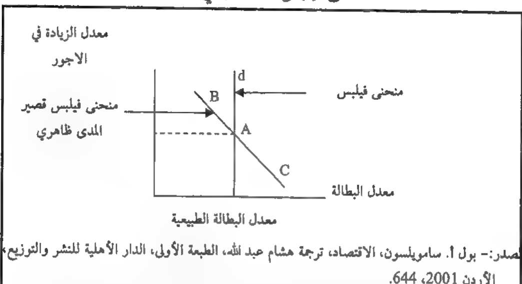
(2) للمزيد ينظر:-

مايكل أبدجان، الاقتصاد الكلي (النظرية والتطبيق)، مصدر سابق، 412 - 413.



شكل (2)

منحنى فيلبس الكلاسيكي الجديد




المصدر:- بول أ. ساموليسون، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الطبعة الأولى، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، الأردن 2001، 644.

ووفقاً لأتباع المدرسة الكلاسيكية الجديدة (التوقعات العقلانية) فإن منحنى فيلبس الحقيقي يكون عمودياً، أي موازي للمحور العمودي ولكننا يمكن ملاحظة منحنى فيلبس ظاهري قصير المدى يمر عبر النقاط (A,B,C)، فالنقطة (B) تنشأ عند توقع صدمة تضخمية الأجور النقدية فوق مستوياتها المتوقعة، فيتشوش العمال ويعتقدون إن الأجور الحقيقية قد ارتفعت فيقرروا العمل أكثر وتنخفض البطالة وبذلك ينتقل الاقتصاد من النقطة (A ← B)، ويمكن تتبع كيف يترك العمال وظائفهم ويولدوا النقطة (C).

وعلى الرغم من قبول فكرة التوقعات العقلانية من الناحية النظرية، ألا إنها من الناحية الواقعية لم تلق تأثيراً كبيراً من لدن المفكرين الاقتصاديين أو صانعي القرار السياسي، إذ وجهت لها انتقادات أساسية جعلت صلاحيتها أداة تحليل

نظري لرسم السياسات الاقتصادية في موضع شك وتساؤل، وأهم هذه الانتقادات:-[1]

- أكثر الدلائل الإحصائية تشير إلى عدم تغير الأسعار بمرونة كبيرة وان تغيرها إذا حصل في مدد معينة فانه بطيء، وكذلك الأجور في البلدان المتقدمة، إذ تتنفذ في أسواق العمل نقابات العمال القوية تتحدد الأجور العمالية بعقود لا تقل مدتها عن سنة كاملة.
- عجز النظرية عن الإجابة عن كيفية تفسير ارتفاع معدلات البطالة إلى 15% ← 20% ولفترات طويلة في بعض الأحيان، طالما أنها كانت تفترض إن سوق العمل يتجه دائما نحو التوازن، وبشكل تلقائي بفضل مرونة الأجور.
- تحمل هذه المدرسة قصوراً واضحاً في فرضياتها، ويكون هذا القصور أكثر وضوحاً في اقتصاديات البلدان النامية والتي تتصف بنقص في البيانات وكذلك عدم وجود اتفاق وتناسق في المعطيات، بالإضافة إلى التضارب الرقمي وعدم توافر نماذج تصف الاقتصاد بالشكل المطلوب فما أسهل صياغة الفروض لبناء النماذج ولكن ما أصعب بناء فرضيات من الواقع لمعالجة الواقع.

المطلب السادس:-السياسة النقدية في تحليل اقتصاديي جانب العرض).

**The Monetary Policy Of supply Side Economist Analysis**

تعرضت الاقتصاديات الكينزية في السنوات الأخيرة لانتقادات شديدة من لدن مجموعة جديدة أنضمت إلى دائرة النقاش الدائرة بين الكينزين والنقوديين وأصحاب مدرسة التوقعات العقلانية، إذ ظهرت في بداية عقد الثمانينيات من القرن الماضي مدرسة عرفت باسم اقتصاديات جانب العرض ( Supply-side economics)، تؤكد على العمل والادخار وتقترح إجراء تخفيضات كبيرة في الضرائب، ومن مؤيدي هذا المنهج (أرثر لافر وبول كريج وبرتس ونورمان تيور

(1) د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 446.

وكريستول وأنسكي.....وغيرهم)، وتبنى الرئيس ريغان وبقوة منهج اقتصاديات جانب العرض في الولايات المتحدة كما تبنتها رئيسة الوزراء البريطانية مارغريت تاتشر، وعلى الرغم من إن مدرسة جانب العرض قد تبنت تشكيلة من المواقف، الا أنها تركز على فكرة رئيسية ألا وهي التأكيد على الحوافز وتخفيض معدل الضريبة، إذ أكدوا أهمية الدور الذي يمكن إن تلعبه الحوافز الى جانب العرض الإجمالي، ففي الوقت الذي ينصب اهتمام الكينزيين على إدارة الطلب الإجمالي، يعتقد اقتصاديو جانب العرض إن الحوافز تؤدي إلى الحصول على عوائد من العمل والادخار والمجازفة الرأسمالية، وبالتالي فإنهم يسعون إلى تجنب كل الأمور التي تعيق عمل الحوافز مثل ارتفاع معدلات الضرائب[1].

وفي نفسه الوقت كانت هناك رؤى مشتركة تجمع بين النقوديين ومدرسة جانب العرض، إلا إن أنصار جانب العرض يأخذون على النقوديين تركيزهم على المعروض من النقد وإهمالهم الجانب الحقيقي من الاقتصاد القومي (جانب العرض)، إذ يؤكدون وبشكل خاص مسألة الحوافز لزيادة الإنتاج والعرض الحقيقي من السلع والخدمات في علاج مشكلات النظام الرأسمالي ومنها مشكلات الركود التضخمي[2].

وعلى هذا الأساس يفهم أنصار مدرسة اقتصاديي جانب العرض أن السياسة النقدية الواجب إتباعها هي سياسات النقود الرخيصة ( Cheap money policies) بدلاً من السياسات النقدية والائتمانية الانكماشية التي تؤثر سلباً في إمكانية إنعاش جانب العرض، إذ إن الائتمان الميسر وذا الكلفة المنخفضة (حسب رأيهم في أسعار فائدة منخفضة) من شانه إن يقود إلى زيادة الحوافز الدافعة الى الإنتاج والإنتاجية، بمعنى إن انخفاض تكلفة الائتمان سيؤدي إلى تشجيع الاستثمار، وبالتالي زيادة الإنتاج وزيادة العرض الإجمالي، وهنا سوف ينتقل اثر السياسة

---

(1) بول ساموېلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 648-647.

(2) مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 351 - 352.

النقدية إلى الاقتصاد من خلال جانب العرض الإجمالي وليس الطلب الإجمالي، أي إن أساس السياسة النقدية التي يؤمن بها أصحاب هذه المدرسة تتمثل في سياسة النقود الرخيصة والائتمان الميسر[1].

## المبحث الثاني:- طبيعة السياسة المالية ودورها في المدارس الاقتصادية

### المطلب الأول:- مفهوم السياسة المالية Then concept Of Fiscal Policy

ظل وما زال تطور السياسة المالية مرادفاً ومرافقاً لتطور المالية العامة النفقات العامة والإيرادات العامة إذ تحتاج معظم البلدان الى الإنفاق لتتمكن من القيام بواجباتها الملقاة على عاتقها وتيسير المصالح العامة، وخلال المدد السابقة حصلت تطورات كبيرة في مفهوم المصالح العامة التي يجب على البلدان تامين تيسيرها، ففي الوقت الذي كانت مهام الدولة تقتصر على توطيد الأمن الداخلي والخارجي وإقامة العدالة بين الأفراد (مفهوم تقليدي)، أصبحت اليوم تشمل كل النواحي الاقتصادية والاجتماعية والثقافية (مفهوم حديث للمالية العامة) أي أنها تمارس وظائف عدة منها القيام بالمشاريع العمرانية وتحسين الأوضاع المعيشية وحماية الاقتصاد الوطني و زيادة الثروة الوطنية ونشر العلم وحفظ الصحة العامة وتامين مياه الري والشرب ومعالجة الازمات الاقتصادية وهكذا فان الدولة تحتاج إلى المال مع ازدياد تلك الوظائف[2].

ألا إن علم المالية، وبالتالي السياسة المالية لم تأخذ الشكل الحالي إلا في الثلث الأول من القرن التاسع عشر، وأول من بحث الأصول المالية بحثاً عميقاً كان العالم الفرنسي بودان (Bodin) عام (1756)، ثم ظهرت مؤلفات تحتوي على قواعد

---

(1) للمزيد ينظر:

- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة د. طه عبد الله و د. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، 1987، 618 – 636.

(2) د.حسن عواضة ود.عبد الرؤوف قطيش، المالية العامة (الموازنة-الضرائب-الرسوم) دراسة مقارنة، الطبعة الأولى، دار الخلود للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، 1995، 9.

واضحة لأوضاع السياسة المالية والنظام الضريبي في أوربا وتحت عنوان (روح القوانين) لمونتسيكو، وفي عام (1776) نشر الاقتصادي الإنكليزي أدم سميث في كتابه المعروف (ثروة الأمم) وفيه القواعد الواضحة والصريحة لمختلف أنواع الضرائب، ثم بعد ذلك جاءت الثورة الفرنسية الكبرى التي قلبت القضايا المالية رأساً على عقب وكانت فاتحة عهد جديد في تاريخ المالية العامة والتشريع المالي، وفي مطلع القرن العشرين أصبح علم المالية علماً مستقلاً له مؤلفاته وقواعده الصريحة وتقاليده[1].

ففي الوقت الذي آمنت فيه النظرية التقليدية بمبدأ الحياد المالي في ظل الدولة الحارسة، وان الحكم على سلامة المالية العامة يكون في ضوء مبدأ توازن الموازنة وليس مبدأ التوازن الاقتصادي، أعيد النظر بهذه الفكرة بعد الازمة الاقتصادية الكبرى (أزمة الكساد العظيم) وأصبح للدولة وللسياسة المالية مفهوماً جديد يختلف عن المفهوم التقليدي بحيث يسمح بوجود عجز أو فائض في الموازنة العامة، وبالتالي إنهاء حالة الحياد المالي الذي قامت عليه النظرية التقليدية، وهكذا فإن الحكم على سلامة السياسة المالية لم يقتصر على مبدأ توازن الموازنة وإنما التأثير في وضع التوازن الاقتصادي العام، ثم كانت الحرب العالمية الثانية وأظهرت أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه السياسة المالية في الحد من ظاهرة التضخم والركود باستخدام أدواتها المالية لمعالجة تلك المشكلات الاقتصادية وفي الوقت الحاضر أصبح من المعترف به لدى معظم الأقتصاديين ورجال السياسة، إن السياسة المالية هي أقوى أنواع السياسات الاقتصادية، إذ إن تطور أهداف السياسة الاقتصادية

---

(1) للمزيد ينظر:-

-جورج كلارك وآخرون، موجز الاقتصاد الأمريكي، مكتب الأعلام الخارجي، وزارة الخارجية الأمريكية، 2002، 66-69.

وانتقال اهتماماتها كان لا بد معه أنتقال هدف اهتمام السياسة المالية إلى تحقيق الأتي:-[1]

أولاً:-

المحافظة على مستوى التشغيل الكامل الذي وصلت إليه البلدان من خلال استخدام السياسة المالية ومكوناتها في تحقيق الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي.

ثانياً:-

مكافحة التضخم على المستوى الكلي ومن ثم إتباع الإجراءات الضرورية (السياسة المالية) لمكافحة التضخم في قطاعات معينة طبقاً لنوعيته لإعادة التوازن بين العرض والطلب الإجماليين، كذلك الاهتمام بمشكلات التطور الاقتصادي.

ثالثاً:-

الاهتمام بمشكلات التطور الاجتماعي (إعادة توزيع الدخل)، وخاصة بعد تطور دور الدولة في الحياة الاجتماعية والاقتصادية اذ بدأت تلعب السياسة المالية فيها دوراً مهماً وبارزاً في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في معظم البلدان وخصوصاً البلدان النامية.

وبعد ما تقدم يمكن تعريف السياسة المالية تعريفاً يتلاءم والفلسفة الاقتصادية والاجتماعية التي تعتنقها الدولة، ففي ظل النظرية التقليدية، (فإن السياسة المالية يمكن تعريفها تبعاً لغاستون جييز Jeze وغيره من الكلاسيك بأنها مجموعة القواعد التي يجب على الحكومات والهيئات العامة أن تطبقها في تحديد النفقات العامة وتأمين الموارد اللازمة لسد هذه النفقات من خلال توزيع أعبائها بين الأفراد، في حين إن التعريف الحديث للسياسة المالية يركز بصورة أساسية على الوسائل المستخدمة، إذ تعرف السياسة المالية بأنها مجموعة من السياسات الحكومية التي تستخدم الوسائل المالية من نفقات عامة وضرائب وقروض ووسائل نقدية

(1) مجدي محمود شهاب، الاقتصاد المالي، نظرية مالية الدولة والسياسة للنظام الرأسمالي، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، .12-13

وموازنة....الخ لتحقيق أهداف السياسة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والثقافية والصحية)[1].

المطلب الثاني:- السياسة المالية في التحليل الكلاسيكي

**The Fiscal Policy Of Classic Analysis**

خلال المدة التي سادت فيها النظرية الكلاسيكية وبالتحديد في القرنين الثامن والتاسع عشر ومطلع القرن العشرين، كانت الفلسفة الاقتصادية والاجتماعية تقوم على أساس سيادة النظام الاقتصادي الحر والذي يقرر إنه من الضار أن تتدخل الدولة في غير المجالات المحددة لها، فضلاً عن ذلك تعمل قوى السوق على تحقيق التوازن الاقتصادي والاجتماعي بشكل تلقائي وعند مستوى التشغيل الكامل، وبالتالي فُهمت النظرية الكلاسيكية على إنها تنادي بعدم تدخل الدولة على وجه الإطلاق في الحياة الاقتصادية لأن نشاط الأفراد أفضل بكثير من نشاط الدولة كما يعتقدون، فتدخلها في غير المجالات المعهود إليها الدفاع الخارجي والأمن الداخلي والقضاء وضمان المرافق العام تبديد وضياع لجزء من الموارد الاقتصادية، لهذه الأسباب أمنت النظرية الكلاسيكية بمبدأ (الحياد المالي) في ظل مفهوم الدولة الحارسة[2].

ومن الطبيعي كي يضمن الاقتصاديون الكلاسيكيون تحقيق مبدأ (الحياد المالي) لابد أن يقتصر دور الدولة على الوظائف التقليدية التي حددتها النظرية في الحصول على الإيرادات العامة لتغطية النفقات التقليدية للدولة الحارسة والتي عرفت، فضلاً عن ذلك أكدوا ضرورة المحافظة على توازن الموازنة، وهذا يعني أن السياسة المالية هي سياسة محايدة لا يمكنها أن تحدث أي تغيير أو تعديل في الأوضاع والمراكز الاقتصادية القائمة، فلم يكن للضرائب مثلاً أن تستخدم في

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د.حسن عواضة ود.عبد الرؤوف قطيش، المالية العامة، مصدر سابق، 13-9.

(2) د.باهر محمد عتلم، اقتصاديات المالية العامة، مطبعة جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998، 10-11 .

تحقيق أية أهداف اقتصادية واجتماعية، كذلك يرفضون مسالة اللجوء إلى القروض العامة، وفي الوقت ذاته يرفضون مسألة وجود العجز في الموازنة العامة وبشكل أشد من الفائض فيها، ذلك لأن وجود العجز يتطلب المزيد من الضرائب لسد العجز الأمر الذي يتنافى مع الفروض الكلاسيكية، إذ أن المزيد من الضرائب يكون على حساب مدخرات الأفراد، ومن ثم على الاستثمار الخاص الذي يعدونه الممول الرئيس للأنشطة الاقتصادية، كذلك وجود الفائض يعني أن الدولة قد تمادت في فرض الضرائب ويؤدي هذا إلى الآثار السابقة نفسها، ولذا لم يكن للموازنة أية أهمية اقتصادية، فلم تكن إلا وثيقة للموازنة الحسابية السنوية، إذ كان للتساوي الحسابي الدقيق بين النفقات العامة والإيرادات العامة قاعدة مهمة جداً في المالية التقليدية والتي تعرف بقاعدة توازن الموازنة[1].

وفي ضوء ما تقدم يمكن الحكم على سلامة السياسة المالية في ضوء مبدأ توازن الموازنة العامة، لا في ضوء مبدأ التوازن الاقتصادي العام، طالما اعتقد الكلاسيك أن الأخير يتحقق تلقائياً، وهم بذلك أعفوا السياسة المالية من أي دور في التوازن الاقتصادي، وقصر دورها على تحقيق التوازن الحسابي، وهكذا نجد أن أسس السياسة المالية في الفكر التقليدي تنحصر بالاتي:-[2]

أولاً- النفقات العامة تحدد الإيرادات العامة على وصف أن النفقات هي التي تسوغ الإيرادات وتحدد حجمها وهذا يتماشى مع ما يدعو إليه الفكر التقليدي.

ثانياً- تقليص الميزانية إلى أقل حجم ممكن، إذ اعتقد الكلاسيك أن أقل الميزانيات حجماً أكثرها سلامة.

ثالثاً- ضرورة المحافظة على توازن الموازنة العامة سنوياً.

(1) للمزيد ينظر:-

- د. علي خليل و د. سلمان اللوزي، المالية العامة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2000، 254.

(2) د. مجدي محمود شهاب، الاقتصاد المالي، مصدر سابق، 12 – 13.

رابعاً- تفضيل الضرائب على الاستهلاك على الضرائب على الادخار، طالما أن الأخير هو مصدر تكوين رؤوس الأموال، إذ يفترض أن الادخار يتحول إلى استثمار وأن خير الضرائب تلك التي تميز من العلاقات القائمة فيما بين الدخول أو فيما بين الثروات.

خلاصة ما تقدم يمكن أن نلاحظ أن المفكرين الكلاسيك قد فصلوا بين النظرية المالية والنظرية الاقتصادية من جهة وبين السياسة المالية والسياسة الاقتصادية من جهة أخرى، وهذا يعد من أوجه النقص في النظرية التقليدية، بالإضافة الى ذلك فإن السياسة المالية المحايدة لم تجد التطبيق الدقيق في أية مرحلة مع أنها كانت مسؤولة عن عدم تدخل الدولة للحد من المتغيرات الانكماشية والتضخمية التي شهدها العالم أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، إذ كانت سلبية هذه السياسة سبباً في الخروج عليها وإتباع سياسة مالية إيجابية.

المطلب الثالث:- السياسة المالية في التحليل الكينزي

**The Fiscal Policy Of Keynesian Analysis**

في الوقت الذي يؤكد فيه الكلاسيك على أنه لا وجود للكساد، أبرزت مدد الانهيار الاقتصادي مشكلة البطالة وانخفاض الدخل القومي بصورة لم تعرف من قبل وبالتحديد في العقد الثالث من القرن الماضي، فقد كان من غير المتصور أمام هذه النتائج السيئة أن تقف السياسة الاقتصادية ومنها المالية موقفها الحيادي التقليدي وكان عليها أن تتدخل لإعادة التوازن الاقتصادي، إذ كان لشدة هذا الكساد الدور الكبير في إجبار الدولة على إعادة النظر في فكرة (حالة الحياد) وأفسحت المجال لوجه نظر أخرى مختلفة تتطلب قيام الدولة باستخدام السياسة المالية بشكل أكثر فعالية ودقة متمثلة بالتوسع في الإنفاق العام لمحاربة البطالة ولإعادة الانتعاش الاقتصادي، الأمر الذي اقتضى خروج السياسة المالية من حيادها التقليدي لتتولى مسؤولية هذه الأهداف، بمعنى أنه يمكن أن يسمح بوجود

عجز أو فائض في الموازنة، إذا كان هذا علاجاً للكساد والتضخم الذي يصيب الاقتصاد القومي[1].

تلك الفكرة التي نادى بها الاقتصادي كينز متصدياً للتحليل الكلاسيكي بالنقد[*]، إذ أشار كينز إلى أن السياسة المالية هي أكثر الأسلحة أهمية في مكافحة البطالة والكساد، وأن السياسة المالية ترجع إلى المالية العامة التي تغطي كلاً من (الإنفاق الحكومي والضرائب والاقتراض العام) رافضاً بذلك قانون ساي للأسواق وما تفرع عنه من مسلمات في إطار النظرية الكلاسيكية، وفيها الإيمان باتجاه النظام الاقتصادي الرأسمالي تلقائياً نحو التوازن الاقتصادي، بل على العكس من ذلك أوضح أن الاقتصادات الرأسمالية تميل أحداث الاختلالات الدورية ونوبات الركود المزمنة[**].

ومضى كينز في تحليله وبكل قوة إلى استنتاج أنه لا يمكن إحداث مستويات أعلى مصطنعة من الطلب الكلي الفعال (Effective Aggregate Demand) للاقتصاديات الرأسمالية بصورة تلقائية (الفروض الكلاسيكية)، لذا أكد كينز للخروج من أزمة الكساد على أهمية التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي وحقنه بجرعات منشطة حتى يتسنى رفع الطلب الكلي الفعال إلى المستوى الكافي لتحقيق التوظف الكامل عن طريق تطبيق جملة من السياسات ومنها ما كان في مجال

---

(1) د. عادل فليح العلي ود. طلال محمد كداوي، اقتصاديات المالية العامة، الكتاب الأول، الدار الجامعية للطباعة والنشر، جامعة الموصل،1988، 9.

(*) حول أوجه النقد التي وجهها كينز لفكرة المدرسة الكلاسيكية للمزيد في ذلك أنظر:

- د.سامي خليل، النظريات والسياسات النقدية والمالية، مصدر سابق، 197 – 202.

(**) في هذا الصدد أشار كينز الى هذه المسألة بأنها تعكس جوهر نظريته إذ مع تزايد الدخل القومي يتزايد الميل الحدي للادخار ومن ثم ينخفض الميل الحدي للاستهلاك، مما يستدعي زيادة الميل الحدي للاستثمار حتى يتحقق التوازن ولكن مع زيادة مستوى الدخل وتزايد الاستثمار تنخفض الكفاية الحدية لرأس المال (التي تعبر تقريباً عن معدل الربح) مما يجعل الميل الحدي للاستثمار ينخفض كلما أمعن الدخل القومي بالتزايد، وهنا تلوح في الأفق مخاطر عدم التوازن بين الادخار والاستثمار، وتظهر آفاق انخفاض مستوى الدخل القومي، وظهور شبح البطالة والركود والكساد.

السياسة المالية خفض الضرائب وزيادة الإنفاق أو كلاهما معاً وخصوصاً في مجال الخدمات والأشغال العامة، وهنا سيفعل المضاعف (Multiplier) فعله، وبالتالي تعويض النقص في الطلب الكلي حتى لو أدى ذلك إلى عجز الموازنة العامة، لذلك فقد دافع كينز وبقوة عن سياسة التمويل بالعجز بوصفها سياسة ملائمة في سنوات الكساد، وبذلك تخلى عن القواعد التقليدية للسياسة المالية متخذاً وأتباعه مفهوماً جديداً لها يتمثل في (المالية الوظيفية أو المحضرة Functional Finance) بدلاً من مفهوم المالية المحايدة وأصبحت أداة رئيسية للتأثير في مستوى النشاط الاقتصادي والاجتماعي[1].

وانتهى كينز في تحليله إلى أن التوازن لا يتحقق تلقائياً، بل أن النظام الرأسمالي يظل الحالة الغالبة لمدة طويلة في مستوى أقل من مستوى التشغيل الكامل، وكان من المنطقي أن ينعكس هذا التحليل على السياسة المالية، بحيث يستلزم خروجها عن الحياد التقليدي، والذي بدوره يفرض عليها مسؤولية ضمان توازن التشغيل الكامل، ويمكن تمثيل انعكاس التحليل الكينزي على النظرية المالية بصفة أساسية فيما يأتي:[2]

أولاً- حلول التوازن الاقتصادي محل التوازن المالية غاية للسياسة المالية.

ثانياً- ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي.

ثالثاً- الأدوات المالية تعد بصفة أساسية أدوات اقتصادية.

---

(1) للمزيد ينظر:-

- روبرت ب. كارسون (ماذا يعرف الاقتصاديون عن التسعينات وما بعدها) ترجمة دانيال رزق، الدار الدولية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1993، 92 – 93.

- د. حامد عبد المجيد دراز، مبادئ المالية العامة، مركز الاسكندرية للكتاب، 2000، 51- 52.

(2) للمزيد ينظر:-

- د. حسن عواضة ود. عبد الرؤوف قطيش، المالية العامة، مصدر سابق، 275 – 276.

- د. علي خليل ود. سليمان اللوزي، المالية العامة، مصدر سابق، 255 – 256.

وفي نفس السياق لا بد من الإشارة إلى مساهمة مدرسة هانسن ( Alvin Hansen) وبالتحديد في الأربعينيات من القرن الماضي استناداً إلى النظرية الكينزية (نظرية الموازنة الوظيفية)، إذ تبنت أسس جديدة للسياسة المالية تتماشى مع المفهوم الوظيفي لها ألا وهي السياسة التعويضية في القواعد الآتية:-[1]

أولاً- إذا سادت البطالة الإجبارية فإن السياسة المالية التوسعية سوف ترفع من الطلب الكلي وصولاً إلى حجم الناتج عند مستوى الاستخدام الكامل.

ثانياً- إذا ساد التضخم فإن السياسة المالية الانكماشية كفيلة بتخفيض مستوى الطلب الكلي ومن ثم انخفاض الإنفاق الكلي وصولاً إلى حجم الناتج مقاساً بالأسعار الثابتة دون التضخم.

ثالثاً- إذا ساد الاستخدام والاستقرار في المستوى العام للأسعار فإن مستوى الإنفاق النقدي الإجمالي يحافظ على مستواه لمنع حدوث بطالة أو تضخم.

المطلب الرابع:- السياسة المالية في التحليل النقودي

**The Fiscal Policy Of Monetary Analysis**

أحرزت وجهة نظر النقوديون نفوذاً واسعاً في أواخر السبعينيات من القرن الماضي وخصوصاً بعد أن ساد الاعتقاد بأن سياسات تحقيق الاستقرار الكينزية قد أخفقت في احتواء التضخم الركودي[*] (Stagflation) في الوقت الذي ارتفعت فيه معدلات التضخم والبطالة وبنسب عالية، إذ اعتقد النقوديون وصناع السياسة بأن السياسة النقدية هي الأمل الوحيد لوضع سياسة فعالة ومضادة للتضخم، وأن السياسة المالية ليس لها أثر في مستوى العام للأسعار وفي النشاط الاقتصادي على

(1) د. باهر محمد عتلم، اقتصاديات مالية، مصدر سابق، 211 – 212.

(*) في هذه الظاهرة يصاحب الارتفاع المتواصل في الأسعار تزايد معدلات البطالة وتباطؤ معدلات النمو للمزيد في ذلك ينظر:-

- د. أحمد زهير شامية، النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار زهران للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 377 – 380.

الأقل في الأجل القصير، وان عدم استخدام السياسة المالية ينطلق من موقفهم المعارض للتدخل الحكومي الواسع واعتقادهم بأن الاقتصاد الحر الخاص هو اقتصاد مستقر لا يحتاج إلى تدخل حكومي واسع (إعادة الروح للنظرية الكلاسيكية) ويعتقد أنصار المدرسة النقودية أمثال (ملتن فريدمان وكارل برونرو ملتزر وليرلد وفليب كادجان وغيرهم) بأن اليد الخفية (Invisible Hand) التي تحدث عنها آدم سميث يمكن أن تعود الى العمل من جديد في ظل سياسة الحرية الاقتصادية التامة، وهم بذلك يقفون موقفاً معارضاً ضد أنصار مدرسة استخدام السياسة المالية كعجلة لتحقيق التوازن في النشاط الاقتصادي، إذ يعتقد النقوديون أن تطبيق سياسة مالية توسعية بحتة(*) من لدن الحكومة من شأنه أن يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص في أسواق المال، مما يؤثر سلباً على الإنفاق الاستثماري الخاص، وهذا ما يطلق عليه النقوديون بأثر المزاحمة(**) (Crowding out) وبذلك يقلل هذا الأثر من فاعلية السياسة المالية التوسعية لأن السياسة المالية هنا لا تؤدي سوى آثار توزيعية بين القطاع العام والخاص، نظراً لأن زيادة النفقات الحكومية يصحبها غالباً انخفاض في النفقات الخاصة بالقدر نفسه، وفي هذه الحالة لا معنى بالمرة للتوسع في النفقات الحكومية سوى تأمين الدعم للتوسع الحكومي[1].

---

(*) يقصد بالسياسة المالية البحتة التغيير في الضرائب والإنفاق الحكومي دون أن يصاحبه تغيير في عرض النقود، للمزيد في ذلك ينظر:-

- جيمس جوارتني ودبجار استروب، الاقتصاد الكلي (الاختيار العام والخاص) ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن وآخرون، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، 1988، 430.

(**) يحدث أثر المزاحمة نتيجة منافسة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على الموارد اللازمة للتمويل وانتزاع القطاع العام لتلك الموارد، للمزيد ينظر:-

- د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 433 – 434.

(1) باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، مصدر سابق، 478 – 481.

ولكل ما سبق نجد أن النقوديون وعلى رأسهم ملتن فريدمان يعارضون أي إجراءات تدخلية عبر السياسة المالية التي من شانها أن تؤدي إلى تزايد العجز الحكومي ثم التضخم الذي يمثل المشكلة الاقتصادية الرئيسية لهم ويحبذون سياسة القواعد أساساً للسياسة الاقتصادية مشيرين في ذلك لأهمية النصوص الدستورية محل حالة التوازن السنوي للموازنة لاعتقادهم بأن السياسة المقيدة هذه تسهم في تحديد الأسواق لممارسة نزعتها التصميمية الذاتية في مواجهة الاتجاهات الاقتصادية المعاكسة، وهم بذلك يعبرون عن رغبتهم في العودة إلى الأسس التقليدية للسياسة المالية، وفي الوقت نفسه تمثل توجهات ومحاولات المدرسة النقودية، لإحياء الجذور الفكرية للمدرسة الكلاسيكية.

المطلب الخامس:- السياسة المالية في تحليل التوقعات العقلانية

**The Fiscal Policy Of Rotational Expectations Analysis**

(في خضم الجدل الدائر بين المدرستين النقودية والكينزية بشأن فاعلية السياستين المالية والنقدية ظهر إلى الوجود فرضية جديدة تقود إلى استنتاجات جديدة في مضمار السياسات الاقتصادية الحكومية)[1] التي تبنتها مجموعة صغيرة من الاقتصاديين الشباب المنتمين إلى التيار النيوكلاسيك[***] خلال عقد السبعينات من القرن الماضي، أطلق على هذا التيار بأصحاب نظرية التوقعات العقلانية التي أصبحت على جانب من الأهمية في التحليل الاقتصادي.

---

(1) د. عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والاسواق المالية مصدر سابق، 444.

(***) المتمون لهذا التيار عموماً من معارضي الكينزية وينتقدون بشدة التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي على اعتبار ذلك يحول دون عمل قوانين الاقتصاد الحر، كما ينتقدون تناقضات النظام الراسمالي، للمزيد ينظر:-

-بول أ. ساموبلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 642 – 643.

ويستند أنصار هذه النظرية الى ان سلوك الوحدة الاقتصادية (أفراد أو منشأة) يتحدد من خلال تعظيم المنافع إلى أقصى حد ممكن وتقليل الخسائر إلى أدنى الحدود الممكنة، كذلك ويقرون إن أمام كل وحدة اقتصادية كماً معيناً من المعلومات تمكن من يستخدمها بكفاءة عالية في بناء توقعاته حول قراراته المستقبلية، بالإضافة الى ذلك فهم يقرون بمرونة كل من الأجور والأسعار و وضوح السوق (النظرة الكلاسيكية)، لما من شأنه الحفاظ على حالة الأسواق في توازن دائم[1].

ومن هذه الفروض وغيرها ينتهي أنصار المدرسة إلى أن الوحدات الاقتصادية عقلانية للسياسة الحكومية الاقتصادية بفعل ما تحصل عليه من المعلومات وما تكسبه من خبرة عن المتغيرات الاقتصادية عبر الزمن ستكون قادرة على التوقع الصحيح والواقعي لتلك المتغيرات وبالتالي فلن يكون هناك لمثل هذه التغيرات في السياسة الحكومية إلا تأثير ضئيل لا يؤخذ بالحسبان ولا سيما في المتغيرات الحقيقية في الاقتصاد كالإنتاج والاستخدام[2].

ولتوضيح ذلك نفترض مثلاً وجود حالة من الركود الاقتصادي وإن الحكومة عازمة على معالجة هذه الحالة باستخدام سياسة مالية توسعية، فمن الطبيعي أن يتوقع الأفراد ارتفاع الطلب الكلي وتوفر فرص أكبر للعمل وارتفاع الأسعار والأجور نتيجة للسياسات التوسعية الحكومية، لذا فإن العاملين سوف يسعون للحصول على أجور أعلى ولن يرضوا بالعمل إلا إذا كانت أجورهم متناسبة مع توقعاتهم بارتفاع الأسعار، ولكن ارتفاع الأجور مع ارتفاع الأسعار سوف يحد من الطلب على الأيدي العاملة وبالتالي فإن السياسة الحكومية التوسعية تبوء بالاخفاق ولن تحقق الغرض المنشود منها بزيادة فرص العمل وتخفيض

(1) للمزيد ينظر:-

- جيمس جوارتني وآخرون، الاقتصاد الكلي (الاختيار العام والخاص)، مصدر سابق، 467-463.

(2) للمزيد ينظر:-

- جيمس جوارتي وآخرون، الاقتصاد الكلي القائم على الفطرة السليمة، ترجمة عباس أبو التمن، الطبعة الأولى، منشورات منتدى بغداد الاقتصادي، 2006، 150-128.

معدلات البطالة من خلال زيادة الطلب والإنتاج وبالمثل اذا ما توقع الافراد تخفيض الضرائب كاجراء او لتنشيط الطلب الاستهلاكي، فمن الطبيعي ان التوقعات العقلانية نتيجة تخفيض الضرائب لا بد إن يؤدي ذلك إلى عجز في الموازنة العامة ولا بد من تغطية هذا العجز أو تسديد الدين، ففي هذه الحالة تلجأ الحكومة إلى الاقتراض عن طريق زيادة الضرائب مستقبلاً، لذلك فإن السلوك العقلاني وفقاً لهذه التوقعات يقتضي المحافظة على مستوى الاستهلاك الحالي واستخدام أي زيادة في الدخل المتاح نتيجة تخفيض الضرائب لاغراض الادخار بدلاً من زيادة الطلب الاستهلاكي، وذلك لمواجهة زيادة الضرائب في المستقبل (بناء على التوقعات العقلانية)، وبهذا تصبح السياسة الحكومية التوسعية عديمة الجدوى[1].

المطلب السادس:- السياسة المالية في تحليل اقتصاديي جانب العرض

**The Fiscal Policy Of Supply – Side Economists Analysis**

تؤكد مدرسة اقتصاديي جانب العرض على دور السياسة المالية في إنعاش جهاز الإنتاج الرأسمالي العرض الإجمالي[*] بدلاً من التأكيد على دور السياسة المالية في انعاش الطلب الكلي الفعال والتوظيف عن طريق الانفاق حسب رؤية المدرسة الكيزية، إذ تعتمد تحليلاتهم في ذلك على خفض الضرائب والحد من التدخل الحكومي في مجال تحديد الأسعار والأجور لتفعيل آلية السوق الحرة أداة لتخفيض الموارد المثلى وليس عن طريق تأثير تدفقات الدخل والإنفاق، فمعدلات الضريبة تؤثر في الأسعار النسبية للسلع، وبالتالي في العرض من اليد العاملة ورأس

---

(1) Albert s. Dexter, Manrice D.levi & Barrie R.Nault, Stick Prices, the impact of regulation, Journal Monetory Economics, 2002, Page 1-5.

(*) طبقاً لأفكار هذه المدرسة يمثل العرض الكلي المحرك الرئيس للاقتصاد وهو أهم عنصر في التحليل الاقتصادي، إذ لا ترى هذه المدرسة إمكانية حدوث فائض في العرض الكلي، إيماناً منهم بقانون ساي للأسواق، للمزيد ينظر:-

- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، مصدر سابق، 466-465.

المال، وهذا ما يؤكده أنصار هذه المدرسة من رفع قيمة المكافأة بعد اقتطاع الضريبة بالنسبة للأنشطة التنموية مثل العمل والادخار والاستثمار مقارنة بوقت الفراغ والاستهلاك، ومن جهة أخرى يتمثل تحليل التغير في الضريبة في معدل عائد العمل والادخار وليس النظر إلى تأثير تغير الضريبة في الدخل المتاح للإنفاق، فخفض الضرائب مثلاً عن العمل أو الفائدة أو أرباح الأسهم يسهم وبشكل فعال في زيادة الادخار والاستثمار والذي ينعكس بدوره بصورة إيجابية على العرض الكلي ومن ثم على النشاط الاقتصادي[1].

ورداً على الاعتراضات الموجهة من لدن عدد من الاقتصاديين النقوديين لثورة الثمانينيات المالية، وخصوصاً مسألة التخفيضات الضريبية المبالغ فيها، فأن تلك التخفيضات التي نادى بها أنصار جانب العرض قد اخفقت باعتبار إن للتخفيضات الضريبية تأثيراً سلبياً في الإيرادات السيادية للدولة ومن ثم ستؤدي إلى زيادة عجز الموازنة، ونجد إن الادعاء الأساسي لأنصار جانب العرض وردهم على ذلك قد استند إلى منحنى لافر[**] (Laffer Cure) الشهير ويؤكدون أن خفض الضرائب سيؤدي إلى زيادة هذه الإيرادات ومن ثم يسهم في العمل على توازن الموازنة العامة والفكرة الأساسية هنا تتلخص في أن تخفيض معدلات الضريبة بما تمثله من حوافز لإنعاش الاقتصاد القومي سيؤدي إلى أتساع القاعدة الضريبية ومن ثم حصيلة ضريبية أكبر غزارة.

ومن الواضح أيضاً أن أنصار هذه المدرسة على خلاف أنصار المدرسة النقودية يعطون للسياسة المالية وبالذات السياسة الضريبية أهمية أكبر في مكافحة

---

(1) بول.أ.ساموبلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 648-647.

(**) يوضح منحنى لافر العلاقة بين معدلات الضريبة وإيرادات الضريبة، وفكرته الأساسية هي إن مردود الضريبة يرتفع ثم ينخفض شيئاً فشيئاً مع تزايد الضغط الضريبي، ذلك لأن معدل الضريبة المرتفع يدفع إلى التهرب الضريبي، فضلاً عن أنه يضر بحوافز العمل والادخار والاستثمار، مما يؤدي إلى انحدار النشاط الاقتصادي، ومن ثم حصيلة الضرائب وينتهي تحليل هذا المنحنى إلى تخفيض معدل الضرائب يقود إلى زيادة العائد الكلي.

التضخم أو مواجهة المشكلة الأساس وهي الركود بوصفها ناجمة إلى حد كبير عن النظام الضريبي والذي يقضي على المبادرة ويخلق تشوهات في الأسعار النسبية ومن ثم تخفيض موارد المجتمع، ولكن النقطة الأساسية التي يمكن ملاحظتها أيضاً من تتبع أفكار هذه المدرسة أنها لا تخبرنا ما هو حجم التخفيض في معدل الضرائب اللازم الأخذ به في الظروف المختلفة، ولعل أهم الأسس العامة للسياسة المالية التي استندت إليها هذه المدرسة هي:-[1]

أولاً- إجراء تخفيض كبير في الضرائب المباشرة وفي هذا الخصوص يولي أنصار هذه المدرسة أهمية خاصة لخفض المعدلات الحدية للضرائب على رأس المال والضرائب على الدخل.

ثانياً- أن يكون النظام الضريبي أقل تصاعدية، أي الحد وبشكل ملموس من الطابع التصاعدي للضرائب المباشرة.

ثالثاً- أن يكون الحد من الضرائب مصحوباً بتخفيض الإنفاق الحكومي.

رابعاً- أن يصمم النظام الضريبي بحيث يشجع الإنتاجية والعرض بدلاً من التلاعب بالطلب الإجمالي.

**المبحث الثالث:- السياسات النقدية والمالية في اطار الاقتصاد الكلي**

المطلب الأول:- السياسات النقدية والمالية ومضاعفات عرض النقود والإنفاق الحكومي

أولاً:- السياسة النقدية ومضاعف عرض النقود **Monetary Policy & Money Multiplier**

(يعرف مضاعف عرض النقد بأنه عبارة عن عدد مرات تضاعف عرض النقد عند تغير القاعدة النقدية والتي يتحكم بها المصرف المركزي من خلال تأثيره

(1) بول.أ.ساموبلسون، الاقتصاد، 649، مصدر سابق.

في القاعدة النقدية بواسطة عمليات السوق المفتوحة)[1]، بمعنى أخرى يطلق على النسبة ما بين الودائع الجديدة والزيادة في الاحتياطي بمضاعف عرض النقد، ففي وسع النظام المصرفي كله تحويل زيادة ابتدائية في الاحتياطي إلى مبالغ مضاعفة من الودائع والنقود المصرفية، ويمكن لعملية إنشاء الودائع أن تعمل بشكل عكسي حين يؤدي هبوط الاحتياطي إلى خفض النقود المصرفية.

وهناك علاقة وثيقة وحلقة وصل ما بين القاعدة النقدية وعرض النقد، إذ إن العلاقة ما بين ($M_s$) و(B) هي حصيلة ناتج مضاعف لكل منهما ويمكن أن تصاغ العلاقة بالشكل الأتي[2]:-

$$M_s = \frac{1}{rd} B \Rightarrow M_s = M \times B$$

إذ أن $M_s$ :- عرض النقود طبقاً للتعريف المستخدم مثلاً ($M_1$، $M_2$، $M_3$)

$M = \frac{1}{rd}$ :- مضاعف عرض النقود ويعتمد على التعريف المستخدم لعرض النقود

B:- القاعدة النقدية.

rd:- نسبة الاحتياطي الإلزامي.

وفي حالة تقدير المعادلة على أساس التغير ($\Delta$) تصبح المعادلة كالأتي:

$$\Delta M_s = M \times \Delta B$$

وعليه فإن مضاعف عرض النقود يصبح $M = \frac{\Delta M_s}{\Delta B}$

(1) د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 217.

(2) للمزيد ينظر:-

-DR.Mahmood Ibrahim Noor & DR, Adnan Taieh, Financial bank, stabies an English, third. Ed, Al – Israunivercity, Jordan, 2003, p26.

- باري سيجل، النقود والبنوك والأقتصاد، مصدر سابق، 186 – 198.

أما القاعدة النقدية فيمكن صياغتها على النحو الآتي:

$B=C+R$

$R=E+Rd+Rt$

$B=C+E+Rd+Rt$

إذ إن E/ الاحتياطيات الفائضة التي تحتفظ بها البنوك التجارية مما لديها على شكل نقداً أو محتفظ بها في المصرف المركزي.

Rd= rdD/ المبلغ الذي تستقطعه البنوك من احتياطياتها النقدية للإيفاء بالاحتياطي الإلزامي على الودائع الجارية بالعملة المحلية.

Rt= rtT/ المبلغ الذي تستقطعه البنوك من احتياطياتها النقدية للإيفاء بالاحتياطي الإلزامي على ودائع التوفير ولأجل بالعملة المحلية، إذا عرف.

rd/ نسبة الاحتياطي الإلزامي الى ودائع الجارية بالعملة المحلية.

rt/ نسبة الاحتياطي الإلزامي الى ودائع التوفير ولأجل بالعملة المحلية.

D/ الودائع الجارية بالعملة المحلية.

T/ ودائع التوفير ولأجل بالعملة المحلية.

C=KD/ المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل نقد، وهي جزء من K إجمالي ودائعه الجارية.

E=eD/ المبالغ من الاحتياطيات الفائضة التي تحتفظ بها البنوك وهي جزء من (e) من إجمالي ودائع الجمهور لديها.

T=tD/ المبالغ التي يحتفظ بها على شكل ودائع توفير ولأجل وهي جزء من (t) من إجمالي ودائعه الزمنية.

H=hD/ المبالغ التي يحتفظ بها الجمهور على شكل أوراق مالية (الشكل الأخرى للنقود) وهي جزء من (h) من إجمالي ودائعه من الموجودات الأخرى.

ويمارس كل من الجمهور والبنوك التجارية والمصرف المركزي تأثيراً واضحاً في عرض النقود ومدى التوسع والانكماش فيه إذ يستطيع المصرف المركزي أن يمارس دور المؤثر في عملية خلق النقود من خلال قدرته على التأثير في قرارات البنوك التجارية في كيفية إدارة أصولها والتزاماتها، فإنه من منطلق قانوني يستطيع المصرف أن يلزم البنوك التجارية من خلال الأوامر والتعليمات، ويستطيع أيضاً التأثير في قرارات المودعين والمقترضين من خلال السياسة النقدية التي يمارسها، أما المودعون فهم يمارسون دورهم من خلال قدرتهم على توفير الاحتياطيات النقدية التي تؤثر في قرارات البنوك التجارية فيما يتعلق بسياسات الائتمان، في حين إن البنوك التجارية تستطيع التأثير في عرض النقود من خلال قراراتها بشأن استقبال الودائع وتقدير التسهيلات والتي تعتمد بدورها على الظروف الاقتصادية السائدة.

وباستخدام الرموز والمتغيرات السابقة إلى جانب تعريف عرض النقود فإنه يمكن اشتقاق مضاعف عرض النقود على أساس:-

**1- مضاعف عرض النقد بالمعنى الضيق:-[1]**

$$M1=C+D \ldots\ldots..(1)$$

ويمكن احتساب قيمة مضاعف عرض النقود على النحو الآتي بعد التعويض عن قيم Rt,Rd,E,C مثلما ورد سابقاً

$$B=C+E+Rd+Rt \ldots\ldots..(2)$$

$$B=KD+eD+rdD+rt\ TD \ldots\ldots.(3)$$

من خلال حل المعادلة (3) نحصل على (D)

$$D=B\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right) \ldots\ldots...(4)$$

نعوض عن قيمة (D) معادلة (4) بالمعادلة (1)

$$M1=C+B\left(\frac{1}{K+e+rd+rtT}\right) \ldots\ldots...(5)$$

(1) د. عوض فاضل الدليمي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 248.

نعوض عن قيمة (C) في القيم أعلاه بالمعادلة (5)

$$M1=KD+B(\frac{1}{K+e+rd+rtT}) \ldots\ldots\ldots(6)$$

نعوض عن قيمة (D) في (4) بالمعادلة (6)

$$M1=K(\frac{1}{K+e+rd+rtT})B+B(\frac{1}{K+e+rd+rtT}) \ldots\ldots\ldots(7)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الضيق

$$M1=B(\frac{1+K}{K+e+rd+rtT}) \ldots\ldots\ldots(8)$$

2- مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع:-

$$M2=M1+T \ldots\ldots.(1)$$

$$M2=C+D+T \ldots\ldots.(2)$$

إذ أن T/ ودائع التوفير والآجل بالعملة المحلية.

وبعد التعويض عن قيم T,D,C نحصل على

$$M2=K(\frac{1}{K+e+rd+rtT})B+B(\frac{1}{K+e+rd+rtT})+t(\frac{1}{K+e+rd+rtT})\ldots(3)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الواسع

$$\therefore M2=B(\frac{1+K+t}{K+e+rd+rtT}) \ldots\ldots..(4)$$

3- مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع(1):

$$M3=M2+H \ldots\ldots..(1)$$

$$M3=C+D+T+H \ldots..(2)$$

وبالتعويض عن قيم H,T,C,D نحصل

(1) للمزيد ينظر:-

- مايكل أبدجان، الاقتصاد الكلي (النظرية و السياسة)، مصدر سابق، 216 – 219.

$$M3=K(\frac{1}{K+e+rd+rtT})B+B(\frac{1}{K+e+rd+rtT})+t(\frac{1}{K+e+rd+rtT})B$$

$$+h(\frac{1}{K+e+rd+rtT})B \;......(3)$$

مضاعف عرض النقود بالمعنى الأوسع

$$\therefore M3=B(\frac{1+K+t+h}{K+e+rd+rtT}) \;........(4)$$

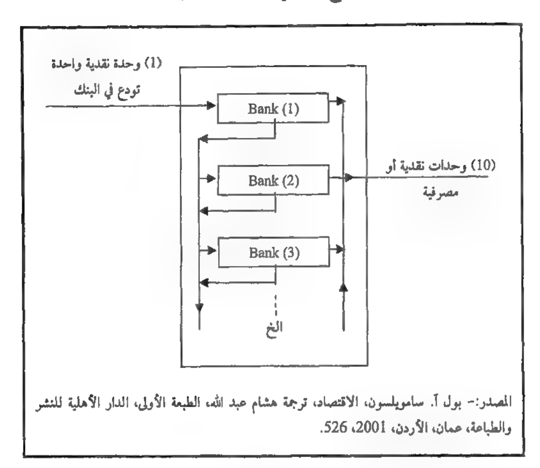
ويتضح مما سبق أن تغير عرض النقود يتأثر بتغير القاعدة النقدية وبمضاعف عرض النقود، إلا أن هذين العاملين يعتمدان على محددات مختلفة قادرة على أن تؤثر في عرض النقود، إذ أن القاعدة النقدية تعتمد على احتياطيات البنوك التجارية والجمهور، ويستطيع المصرف المركزي من خلال سياسات معينة كسعر الخصم وعمليات السوق المفتوحة أن يؤثر في الجانب الاحتياطي من القاعدة النقدية، كما أنه بالامكان ممارسة ضغوط مماثلة على النقد لدى الجمهور الذي يُقبل على شراء السندات الحكومية، (أما مضاعف عرض النقود فأن هناك اثنين من محدداته يقعان تحت سيطرة المصرف المركزي وهما نسبة الاحتياطي الإلزامي على الودائع الجارية ونسبة الاحتياطي الإلزامي على ودائع التوفير والأجل، في حين أن للبنوك التجارية دوراً في اختيار نسبة الاحتياطي الفائض إلى إجمالي الودائع، ويبقى للجمهور خيار نسبة النقد الحاضر لديه إلى الودائع الجارية)[1].

وتستطيع البنوك مجتمعة أن تفعل ما لا يستطيع بنك واحد عمله، فمقابل كل وحدة نقدية من احتياطي جديد يودع في إحدى هذه البنوك، ينشأ العديد من الوحدات النقدية وذلك بفعل عمل المضاعف، ويبين الشكل (3) أن السهم إلى يمين البنك (1) لا يستطيع فعل ذلك بمفرده ويزيد من العرض النقدي إلا مع توزيع الاحتياطي في كل النظام المصرفي ككل وعلى النحو الآتي:

(1) د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، الطبعة الثالثة، جامعة قطر، 207، 2002.

شكل (3)

(التوسع المصرفي المضاعف للنقود)




المصدر:- بول آ. ساموليسون، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الطبعة الأولى، الدار الأهلية للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2001، 526.

## ثانياً:- السياسة المالية ومضاعف الإنفاق الحكومي

**Fiscal Policy & Expenditure Multiplier**

تسعى أغلب الاقتصادات المعاصرة إلى ما يسمى باقتصادات الرفاه (Welfare) وعلى الرغم من أن الرفاه لا يعتمد بشكل رئيس على النشاطات الحكومية، إلا أن المؤسسات الحكومية هي القنوات الرئيسة للسياسة الاقتصادية والاجتماعية، والتي من شأنها أن تعمل على رفع مستوى الرفاه للجميع، وبالتالي فإن القطاع الحكومي يعد من أكبر القطاعات في التوظيف الوطني إذ يعمل من خلال آليات السياسة المالية المعتمدة على توزيع واعادة توزيع الدخل الوطني،

فضلاً عن ذلك فإنه يعد وسيلة لتحسين مستوى معيشة الأفراد في كثير من البلدان لما يلعبه من دور مهم في توفير مجموعة كبيرة من السلع والخدمات لأفراد المجتمع ومن خلال الاستثمار المباشر ودعم الصناعات الوطنية وحمايتها، بالإضافة الى دعمه المباشر للسلع والخدمات الأساسية[1].

وتبدأ أهمية النفقات العامة بالتزايد وترتفع نسبتها للناتج القومي مع تزايد دور الدولة وقيامها بالتوسع بالخدمات الأساسية كإقامة المباني والحدائق والمدارس والمستشفيات....الخ، وإلى جانب ذلك القيام بالمشروعات الكبيرة، فالإنفاق الحكومي له تأثير مباشر في مستوى الطلب الكلي، ويعد أحد أوراق الموازنة الحكومية والسياسية المالية لتحقيق أهداف الاقتصاد الكلي والمحافظة على الاستقرار في المستوى العام للأسعار وتقليل التقلبات الحادة التي تحصل فيها، ومن ثم تحقيق مستوى عالٍ من التشغيل أي تقليل معدلات البطالة وجعلها بالحد الأدنى الممكن، فعندما تكونُ هناك بطالة في الاقتصاد نتيجة قصور الطلب بسبب انخفاض الدخول ومستويات الأسعار، تسعى الحكومة الى تحفيز الاقتصاد من خلال قيامها ببرامج الإنفاق والاستثمار العام، وهي بذلك تعمل على زيادة الدخل والإنتاج والتوظيف، وهذا من شأنه زيادة الطلب الفعال على الاقتصاد القومي، ومن خلال أثر المضاعف الحكومي بحيث يسير الاقتصاد بخطوات سريعة نحو التوظف الكامل[2]، والشكل (4) يوضح تلك الميكانيكية:

---

(1) للمزيد ينظر:

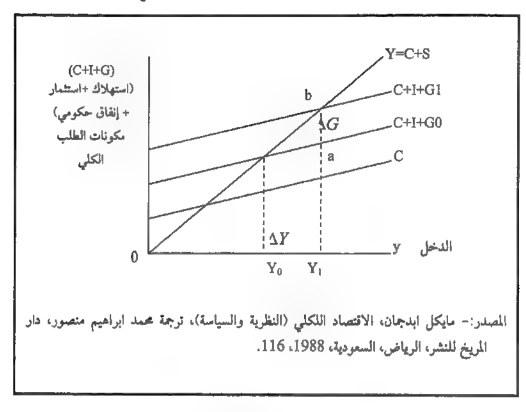
- د. هشام محمد صفوت العمري، اقتصاديات المالية العامة والسياسة المالية، الطبعة الثانية، مطبعة التعليم العالي، بغداد، 1988، 52 – 62.

(2) – ساموليسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 495 – 496.

- خولة سلمان الويس، الآثار الاقتصادية للحصار من التمويل والتضخم والتشغيل، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 1998، 23-22.

شكل (4)

ميكانيكية عمل مضاعف الإنفاق الحكومي




المصدر:- مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة محمد ابراهيم منصور، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 1988، 116.

ومن الشكل (4) يتضح أن الخطوط ((C+I+G0),C) تمثل دالة الاستهلاك ودالة الإنفاق الكلي الاستهلاك + الانفاق الحكومي + الاستثمار الخاص) على التوالي و($\Delta G$ ،$\Delta Y$) تمثل مقدار التغيير في الإنفاق الحكومي والدخل على التوالي، وأن للإنفاق الحكومي تأثيرات مضاعفة في الدخل وذلك من خلال عمل مضاعف الإنفاق العام الذي يتحدد بالميل الحدي للاستهلاك Marginal Propensity to Consume (MPC) وعليه فإن مضاعف الإنفاق الحكومي(*)

(*) لكي نشتق مضاعف الإنفاق الحكومي للمشتريات الحكومية لابد من تحديد المستوى التوازني للدخل المناظر للمشتريات الحكومية Go، ونحصل على هذا المستوى من الدخل بإحلال المعادلات السلوكية في

وهو مقلوب الميل الحدي للادخار، وهو Government Expenditure Multiplier في الوقت نفسه يمثل مضاعف الاستثمار البسيط ومثلما في الصيغة الآتية:

$$\frac{\Delta Y}{\Delta G}=\frac{1}{1-MPC}$$ مضاعف الإنفاق الحكومي

المطلب الثاني:- السياسات النقدية والمالية والتوازن الاقتصادي العام

**أولاً:- التفسير النقدي والتوازن العام**

**The Monetary Explanation Public Equilibrium**

من خلاصة بحثنا للنظرية الكلاسيكية، لاحظنا أن السياسة النقدية غير فعالة فلا تؤثر تغيرات كمية النقود في القيم التوازنية للمتغيرات الحقيقية (كالدخل – التشغيل – سعر الفائدة)، والتي تتحدد بدورها في الجانب الحقيقي للنظام الاقتصادي (فصل الجانب النقدي عن الجانب الحقيقي في التحليل)، وقد ظل هذا الفكر سائداً ومقبولاً حتى بداية الثلاثينيات من القرن الماضي وبالتحديد بعد الأزمة الاقتصادية العالمية عام (1929) وما نتج عنها من انخفاض في الطلب الفعلي، مما أدى إلى ظهور تيار فكري جديد حاول تقديم صورة أكثر تطوراً لنموذج يتحقق فيه التكامل ما بين المتغيرات النقدية ومتغيرات حقيقية، وبما أن كينز أول من ربط بين القطاعين النقدي والحقيقي في نظرية واحدة من خلال استخدام سعر الفائدة والدخل لتحقيق التوازن بينهما وعبر منحنيات (LM) التوازن النقدي (IS) التوازن السلعي، فإننا يمكن استخدام النموذج الكينزي لتوضيح هذا التوازن، مثلما استخدمه الاقتصادي الإنكليزي هيكس (Hicks) لأول مرة في التوصل إلى نموذج التوازن العام، لذا فإن نقطة الانطلاق في هذا النموذج تبدأ من التوازن الكلي العام[1].

=

شرط التوازن: العرض الكلي= الطلب الكلي (Y=C+I+G) وإن C=a+bY، I=I0، G=G0، للمزيد في ذلك ينظر:-

- مايكل أبدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 116 – 117.

(1) للمزيد ينظر:-

- د. مصطفى رشيدي شيحة، الاقتصاد النقدي والمصرفي، مصدر سابق، 320 – 328.

اما سعر الفائدة لا يمكن تقديره بشكل مؤكد، إلا إذا عرفنا مسبقاً مستوى الدخل الحقيقي أو افتراضناه ثابتاً، وهذا يقودنا إلى استنتاج بأن سعر الفائدة والدخل الحقيقي لابد أن يتقررا معاً، وهذا لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن الكلي العام في الاقتصاد، وقبل الشروع في كيفية تأثير عرض النقود في وضع التوازن العام لابد من توضيح بعض مفاهيم هذا التوازن، إذ ينقسم الاقتصاد الكلي على ثلاثة قطاعات رئيسة هي:-[1]

1- قطاع السلع والخدمات وهو ما يسمى بالقطاع الحقيقي ويتمثل بسوق المنتجات (Product Market) وهو عبارة عن مجموعة أسواق للسلع والخدمات المنتجة في البلد، والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي الطلب الكلي مع العرض الكلي (الاستثمار المخطط مع الادخار المخطط)، إذ تمثل حالة التوازن في القطاع الحقيقي بالمنحنى (IS)، وإن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل وسعر الفائدة وتجعل سوق السلع والخدمات في توازن.

2- القطاع النقدي ويتمثل بسوق النقود (Money Market) و في حالة استخدام نظرية الأموال القابلة للإقراض فإنه سيمثل بسوق الأموال القابلة للإقراض (Loauable Funds Market)، أو سوق الائتمان، والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي عرض النقود مع الطلب عليها، أو عرض الأموال القابلة للإقراض مع الطلب عليها، وتمثل حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحنى (LM)، وإن أي نقطة على هذا المنحنى تمثل توليفة من الدخل (y) وسعر الفائدة (R) تجعل سوق النقود في توازن.

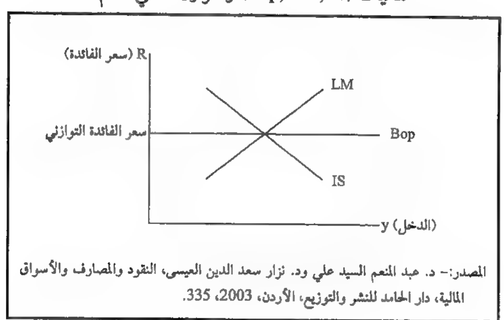
3- القطاع الخارجي يشمل جميع المعاملات الحقيقية (صادرات واستيرادات سلعية وخدمية)، والمعاملات النقدية مع البلدان الأخرى، وتظهر هذه المعاملات في

(1) د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 323 – 324.

ميزان المدفوعات الخارجية وسوق العملات الأجنبية والتوازن في هذا القطاع يتطلب تساوي صافي الصادرات الحقيقية مع صافي التدفقات المالية أو النقدية، ويتحقق هذا في حالة توازن ميزان المدفوعات الخارجية وتوازن سوق العملات الأجنبية وتمثل حالة التوازن في هذا القطاع بالمنحنى (Bop)، وإن أية نقطة على هذا المنحنى تمثل المحل الهندسي لجميع إحداثيات الدخل وسعر الفائدة، والذي يعكس بدوره توازناً بين تدفق رأس المال وميزان الحساب الجاري، وعندما نضع المنحنيات الثلاثة (Bop, LM, IS) في شكل واحد فإنها تعكس توليفة من الدخل وسعر الفائدة يتحقق من خلالها التوازن في الأسواق الثلاث (التوازن الكلي العام) ومثلما هو موضح في الشكل الآتي:-

**شكل (5)**

**منحيات (Bop, LM, IS) والتوازن الكلي العام**



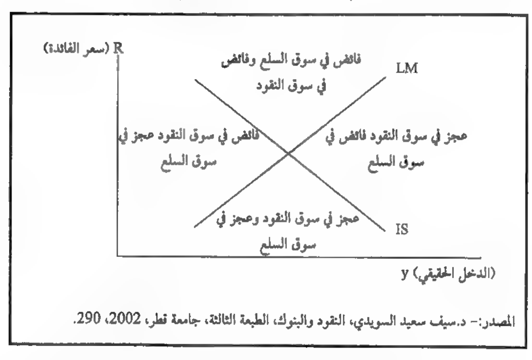

المصدر:- د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، 335.

ومن خلال الشكل البياني (6) ولغرض تبسيط شرح أثر السياسة النقدية في وضع التوازن العام (أحداث تغيرات في عرض النقود تؤثر في الدخل وسعر الفائدة تشكل التوليفية للأسواق الثلاث)، لنفترض ابتداءً أن القطاع الخارجي يبقى في توازن مستمر، فضلاً عن ذلك فإن التوازن لا يعني أنه في كل الأوقات، فالتوازن

المطلوب هو ذاك الذي لو تعرض سوق النقود أو السلع أو كلاهما الى صدمات معينة أبعد احدهما أو كلاهما عن حالة التوازن، فإن هناك قوى ذاتية في السوقين تدفعها باتجاهه، ويمكن حصر حالات عدم التوازن التي يتعرض لها السوقان مثلما في الشكل (6):-

شكل (6)

حالات عدم التوازن في السوقين السلعي والنقدي




المصدر:- د.سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، الطبعة الثالثة، جامعة قطر، 2002، 290.

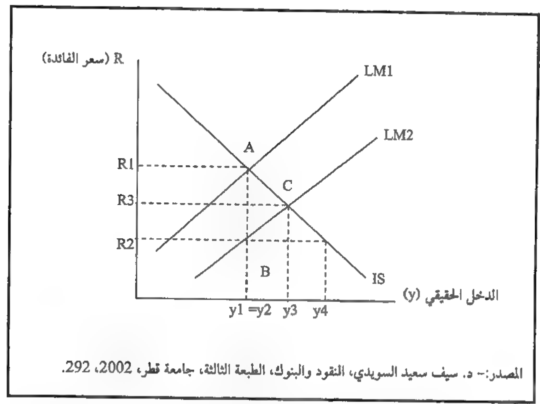
(وبناءً على ما تقدم يمكن القول أن التغيرات في سوق النقود يكون مصدرها تغيرات في عرض النقود وتأثيرها في سعر الفائدة، فزيادة عرض النقود سواء أكانت ناتجة من منطلق توفير موارد إضافية للقطاع المصرفي أو من أجل التوسع في منح التسهيلات الائتمانية أو من أجل الإيفاء بالألتزامات الحكومية تجاه سندات سبق وأن أصدرتها)[1]، ستسبب في تخفيض الاحتياطي الإلزامي أو تشجيع البنك

(1) د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 292.

المركزي والبنوك التجارية على منح التسهيلات الائتمانية، فعلى سبيل المثال انتقال منحنى (LM) إلى اليمين كما مبين في الشكل (7):-

شكل (7)

أثر زيادة عرض النقود في التوازن العام




المصدر:- د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، الطبعة الثالثة، جامعة قطر، 2002، 292.

من الشكل (7) وبافتراض انخفاض سعر الفائدة من R1 -> R2 نتيجة التغيرات في عرض النقود فأن ذلك سيؤدي إلى توازن آني في سوق النقود، إذ أن منحنى (LM) الذي يعكس الزيادة في عرض النقود ويحقق التوازن في السوق النقدية هو منحنى (LM2)، وبالتالي فإن زيادة عرض النقود تنقل السوق إلى حالة عجز في النقطة (B) ويقدر العجز بالمسافة بين مستوى الدخل (y1=y2) والمستوى (y4) وهذا يعني أن طلباً إضافياً على السلع المنتجة في سوق السلع لا يمكن استيفاؤه في ظل مستوى الإنتاج السابق، الأمر الذي يترتب عليه دفع المستثمرين نحو الاقتراض من القطاع المصرفي أو السحب من ودائعهم بغية زيادة استثماراتهم (لمواجهة العجز في سوق السلع) وفي ظل سعي البنوك لتقليل حجم الطلب على

مواردها تبدأ المنافسة على موارد الأفراد من خلال رفع سعر الفائدة على الودائع الادخارية يسهم بدوره في تقليل الاستهلاك الخاص، مما يعني ارتفاع سعر الفائدة من (R3 <- R2)، إلا أن هذا الارتفاع سيؤدي إلى تناقص بمستوى الإنتاج نتيجة تناقص الطلب على السلع من جانب الأفراد، وبالتالي تناقص حجم الاستثمار جراء ارتفاع تكلفة الاقتراض وتستمر هذه التغيرات حتى الوصول إلى النقطة (C)، إذ تساوي الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة في السوقين (أي أن التوسع في عرض النقود قد أسهم في تنشيط الاقتصاد والنهوض به، طالما تتمكن تلك السياسة من التأثير في المستوى التوازني)، ويمكن أن نتصور الحالة بالاتجاه المعاكس في حالة إتباع سياسة نقدية انكماشية[1].

ثانياً:- السياسة المالية والتوازن الاقتصادي العام

**The Fiscal Policy and Public Equilibrium**

بناءً على ما سبق فإن التوازن الكلي العام وتقرير مستوى الدخل الحقيقي وسعر الفائدة يتم من خلال استخدام منحيات (LM, IS) اذ أن التصحيح في سوق النقود يكون مصدره تغيرات في عرض النقود وتأثيرها في سعر الفائدة، بينما يأتي التصحيح للاختلالات في سوق السلع من خلال تغيرات في مستوى الدخل (الإنتاج)، والذي يهمنا هنا أن نتعرف على العوامل التي تجعل الدخل الحقيقي وسعر الفائدة يتغيران، أي العوامل التي تجعل المنحيات (LM, IS) ينتقلان إلى الأعلى أو الى الأسفل أو إلى اليمين أو اليسار لأن القيم التوازنية لكل من سعر الفائدة والدخل الحقيقي تتأثر بانتقال المنحيين، فأن تأثير السياسة المالية من خلال السياسة الانفاقية والضريبية في انتقال منحنى الناتج (IS) يجب أن تأخذ بالحسبان عبر تأثر سعر الفائدة الزيادة أو النقصان بالاستثمارات الخاصة ومن ثم بالطلب

---

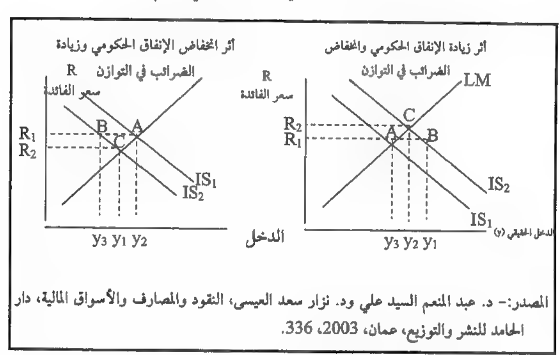
(1) - سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 293.

- James P. Dow, The Demand and Liquidity Effects of Monetary Shocks, Journal Monetary Economies, Washington, 1995, Page 1 – 10.

الكلي، وبالتالي في انتقال منحنى (IS) ولعل من أهم العوامل المؤثرة في انتقال منحنى (Is) هي متغيرات السياسة المالية للدولة التي تتضمن تغييرات في الإنفاق الحكومي أو الضرائب أو في الاثنين معاً، وهناك احتمال أن تلجأ الحكومة إلى تبني سياسة مالية توسعية أو انكماشية في ظل افتراض ثبات السياسة النقدية[1]، والشكل الآتي يمثل الوضع قبل وبعده زيادة الإنفاق الحكومي:

شكل (8)

أثر السياسة المالية في التوازن الكلي العام




المصدر:- د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2003، 336.

(ويلاحظ من الشكل (8) أن التوسع في الإنفاق الحكومي يؤدي إلى انتقال منحنى (Is) من ($Is_1$ الى $Is_2$) والذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيم التوازنية كسعر الفائدة من ($R_2$-$R_1$) مع ارتفاع الدخل الحقيقي من ($y_3 - y_1$)، ولكن إذا كان الهدف من التوسع في الإنفاق الحكومي يستهدف الحفاظ على حالة التوازن في

(1) للمزيد ينظر:

- جيمس جوارتني وآخرون، الاقتصاد الكلي (الاختيار العام والخاص)، مصدر سابق ، 713 – 716.

سوق السلع، فإن هذا لا يتطلب إحداث تغير في سعر الفائدة، لأن الدخل يرتفع من $(y_2 - y_1)$، الا أن عند النقطة (B) يصبح سوق النقود في وضع عدم التوازن وتكون هناك حالة عجز في التوازن العام، لأن الزيادة في الدخل تتطلب زيادة في الطلب على النقود من أجل إتمام معاملات التبادل الإضافية، وحتى يتناقص الطلب على النقود لا بد أن ترتفع المكافأة المقدمة لمن يقلل الطلب عليها (سعر الفائدة)، ويأتي هذا من خلال ارتفاع سعر الفائدة من $(R_2-R_1)$ ويترتب على ذلك الارتفاع انخفاض في مستوى الإنفاق الخاص على الاستهلاك ومن ثم مستوى الاستثمار ويكون ذلك في النقطة (C) التي يعود فيها سوق النقود إلى التوازن (مع الحفاظ على حالة التوازن في سوق السلع على طول المنطقة ما بين C,B على منحنى Is)، وفي نهاية المطاف تتناقص الدخل الحقيقي من $(y_3 - y_2)$ نتيجة تناقص الاستهلاك والاستثمار الناتج عن ارتفاع سعر الفائدة،ألا إن $(y_3)$ يبقى أكبر من $(y_2)$، وتعني إن إتباع سياسة مالية توسعية تؤدي إلى ارتفاع الطلب الكلي والإنتاج الكلي ومن ثم تنشيط الاقتصاد، ألا إنه يمكن ملاحظة مسألة مهمة جداً، وهي إن السياسة المالية التوسعية زاحمت القطاع الخاص على المدخرات المالية، الأمر الذي يترتب عليه رفع سعر الفائدة وانخفاض الإنفاق الاستثماري الخاص، وهذا يتطلب إتباع سياسة نقدية توسعية لمواجهة الزيادة في سعر الفائدة، ولا يمكن افتراض السياسة النقدية ثابتة، بمعنى إن السياسة المالية إلى جانب السياسة النقدية تعمل بكفاءة ودقة عالية في إحداث حالة التوازن العام، ويمكن أن نتصور العكس في حالة إتباع سياسة مالية انكماشية، والتي تؤدي بطبيعة الحال إلى انتقال منحنى (IS) إلى اليسار نتيجة انخفاض الإنفاق الحكومي وزيادة معدل الضرائب)[1].

فإن إتباع الحكومة سياسة مالية توسعية بهدف إنعاش الاقتصاد يتطلب معرفة الكيفية التي تعتمد عليها الحكومة في تمويل الزيادة في الإنفاق، إذ غالباً ما تلجأ الحكومة للتمويل عن طريق زيادة الضرائب وأصدار الدين الحكومي لبيع الأوراق المالية الحكومية للقطاع الخاص والإصدار النقدي الجديد وبيع الأوراق

(1) د.سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 294.

المالية الحكومية للبنك المركزي وهذا يعني إن الإنفاق الحكومي مقيد ومحدد بالعائد الذي تستطيع الحكومة أن تحصل عليه من مختلف المصادر، ويمكن كتابة قيد الميزانية بالصيغة الرياضية آلاتية:-[1]

$$\Delta G= PT+ \Delta B+ \Delta H$$

إذ أن ($G\Delta$) تمثل مقدار التغير في القيمة الاسمية للإنفاق الحكومي، و($TP$) تمثل القيمة الاسمية للحصيلة الضريبية و ($B\Delta$) يمثل التغير في القيمة الاسمية لدين الحكومة و($H\Delta$) تمثل التغير في الإصدار النقدي الجديد (القاعدة النقدية)، وتشير المعادلة أعلاه إلى إن الحكومة ينبغي أن تمول الإنفاق الحكومي من خلال الضرائب أو الدين الحكومي أو الإصدار النقدي (أو توليفة من هذه الوسائل)، فإذا قامت الحكومة بتمويل الزيادة في الإنفاق عن طريق زيادة الضرائب أو الاقتراض من القطاع الخاص، فلن يحدث أي تغيير في عرض النقود، في حين إذا مولت الزيادة عن طريق الاقتراض من البنك المركزي، فإن القاعدة النقدية (H) تزداد بمقدار مبيعات السندات الحكومية، وتكون للزيادة في القاعدة النقدية التأثيرات نفسها في عرض النقود كأية زيادة أخرى في القاعدة النقدية.

ففي الأجل القصير وعند المستوى ألتوازني للدخل، فإن الإنفاق الحكومي من المحتمل أن يتجاوز الإيرادات الضريبية، وإن الحكومة يجب أن تمول هذه الزيادة بالإصدار النقدي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة في عرض النقود، وبالتالي انتقال منحنى (LM) إلى اليمين (طالما تزيد الثروة فإن الاستهلاك هو الأخر يتزايد وينتقل المنحنى Is إلى اليمين)، ويمكن ملاحظة الحالة نفسها عندما يمول العجز عن طريق إصدار السندات، ولكن الاستمرار في تلك التغيرات خلال المدد الزمنية سوف يصل فيها الدخل إلى مستواه ألتوازني طويل الأجل، وعند هذا المستوى يكون الإنفاق الحكومي مساوياً للإيرادات الضريبية (إذ وصل الدخل إلى المستوى ألتوازني طويل الأجل)، إذ يعني هذا زيادة الدخل بقدرٍ كافٍ لتوليد العائدات

(1) مايكل أبدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والتطبيق)، مصدر سابق، 280.

الضريبية الكافية لتدعيم المستوى الأعلى الجديد للإنفاق الحكومي، وهكذا لكي يبقى الدخل عند مستواه التوازني الطويل الأجل فإن التغير في القاعدة النقدية (HΔ) لا بد أن يساوي صفراً، وهكذا ففي الاجل القصيرة أي زيادة في الإنفاق الحكومي تمول عن طريق اصدار النقود والتي تكون حافزاً للاقتصاد القومي اكبر مما تفعله زيادة مساوية في الانفاق الحكومي تمول عن طريق الإيرادات الضريبية أو إصدار الدين، وفي المدة الطويلة يصبح العكس صحيحاً، وعندئذ يجب على السلطات المالية أن تستخدم الاجل أو الطويلة دليلاً أولي لسياستها، على أن الوضع الاقتصادي يتغير في الاجل الطويلة وإن السياسات يجب أن تتحول لمواجهة الظروف الجديدة، وبذلك فإن نتائج المدة القصيرة تقدم دليلاً أفضل لصانعي السياسة[1].

المطلب الثالث:- السياسات النقدية والمالية وسوق السندات

## أولاً:- السياسة النقدية وسوق السندات

**The Monetary Policy and Bonds Market**

تعد أسعار الفائدة من أكثر المتغيرات الاقتصادية مراقبة، ويتم مراقبة تحركاتها يومياً ويعلن عنها بوسائل الأعلام المختلفة، إذ تؤثر تلك الأسعار وبشكل مباشر في حياة الأفراد يومياً من خلال تأثيرها في قراراتهم من حيث الاستهلاك أو الادخار، وشراء العقارات أو شراء السندات أو تحويل الأموال إلى حساب التوفير، فضلاً عن ذلك فإنها تؤثر في القرارات الاقتصادية لمنشأة الأعمال من حيث استخدام الأموال وشراء المعدات والأجهزة الحديثة (استخدام التكنلوجيا) أو توفير أموالها بالبنوك، وغالباً ما يحكم على السياسة النقدية بأنها توسعية أو انكماشية من خلال التغيرات في سعر الفائدة، فانخفاض سعر الفائدة مثلاً فإن هذا يبدو دليلاً على إن السلطة النقدية تتبع سياسة توسعية، وبالمثل فإن أية زيادة في سعر الفائدة تكون

(1) للمزيد ينظر:-

- مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي، (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 280.

دليلاً على إن السلطة النقدية تتبع سياسة انكماشية قد تكون أسعار الفائدة مؤشراً ضعيفاً لاتجاه السياسة النقدية سواء أكانت توسعية أو انكماشية، فأذا كانت تتغير لأسباب أخرى غير الأسباب النقدية فإن سعر الفائدة قد ينخفض حتى لو قامت السلطة النقدية بأتباع سياسة انكماشية وبالعكس قد يرتفع سعر الفائدة حتى لو قامت السلطة النقدية بإتباع سياسة توسعية، فعلى سبيل المثال قررت منشأة الأعمال أن تستثمر أقل أو قرار القطاع العائلي الاستهلاك أقل، كذلك إذا ما زاد الإنفاق الحكومي[1].

وفي ضوء ما تقدم فإن التغيير في سعر الفائدة يتماشى عكسياً مع التغيير في عرض النقود، فكلما زادت الكمية المعروضة من النقود انخفض سعر الفائدة وبالعكس، ويتحدد سعر الفائدة الحقيقي بواسطة العوامل الحقيقية في الأجل الطويل، بينما يتحدد المعدل الاسمي للفائدة بواسطة كل من اجراءات السياسية النقدية والعوامل الهيكلية والبيئية التي تؤثر في توقعات التضخم ومواكبة ضبط المعدلات الاسمية في السوق من لدن السلطات الحكومية، وبذلك تكون لإجراءات السياسة النقدية تأثير واضح في المعدلات الحقيقية للفائدة، وبالتالي في أداء القطاع الحقيقية في الأجل القصير[2].

وفي الصدد نفسه نلاحظ أن التقلبات في أسعار الفائدة تكون من الأسباب الرئيسة لتفسير التقلبات التي تحصل في أسعار السندات، إذ يرتبط سعر السند في سوق الأوراق المالية بعلاقة عكسية مع تغيرات سعر الفائدة الجاري أو السوقي، فكلما انخفض سعر الفائدة على السندات كلما ازدادت الكمية المعروضة لها، والسبب في ذلك أنه عند انخفاض سعر الفائدة فإن تكلفة الاقتراض للجهة التي أصدرت السندات قليلة، وبالتالي فإن رغبة المنشأة للاقتراض عن طريق إصدار السندات سوف ترتفع، أي أن الكمية المعروضة للسندات سوف تزداد، ويمكن

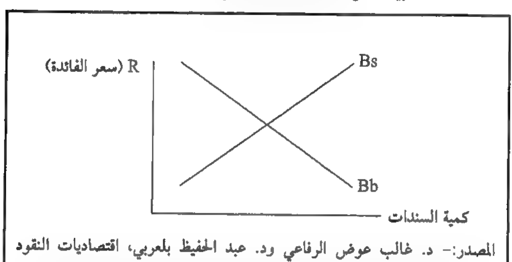
(1) مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي، (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 271.

(2) اوس فخر الدين ايوب الجويجاتي، أثر متغيرات نقدية ومالية على النمو الاقتصادي، مصدر سابق، 150.

ملاحظة العكس عندما يرغب الأفراد أو المنشأة بشراء هذه السندات خصوصاً عندما يكون سعر الفائدة لهذه السندات مرتفعاً[1]، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الشكل البياني الآتي:

شكل (9)

العلاقة بين سعر الفائدة والكمية المعروضة والمطلوبة للسندات




المصدر:- د. غالب عوض الرفاعي ود. عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2002، 155.

وتؤثر السياسة النقدية في الاقتصاد من خلال سعر الفائدة والاستثمار، فتزايد عرض النقود سيجعل سعر الفائدة يتناقص ويزداد الاستثمار معاً ثم يتزايد الدخل، ولا يتوقف التغير في عرض النقد من خلال سعر الفائدة على الاستثمار والدخل فقط، وإنما يؤثر في الاستهلاك شأنه في ذلك شأن الاستثمار، إذ يتناسب الاستهلاك عكسياً مع سعر الفائدة، ومثلما افترض الكلاسيكيون بأن الزيادات في العرض الاسمي للنقود (عرضها بقيمتها الحقيقية) يؤدي إلى أسعار أدنى للفائدة

(1) للمزيد ينظر:-

- د. غالب عوض الرفاعي و د. عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2000، 149 – 161.

واستهلاك أكبر، وبما أن الاستهلاك أحد مكونات الطلب الكلي، فإن الأخير يـزداد ويزداد معه المستوى التوازني للدخل، وإذا ما تزايد كل من الاستهلاك والاستثمار فإن الدخل سوف يزداد بمقدار أكبر مما لو تزايد الاستثمار فقط، ومحصلة ذلك أن السياسة النقدية تكون أكثر فعالية[1].

وتؤثر السياسة النقدية أيضاً في الدخل من خلالها تأثيرها في الثروة الخاصة رصيد المجتمع من رأس المال وعرض النقود والدين الحكومي، ويدخل ضمن دين الحكومة أذون الخزانة والسندات المتوسطة والطويلة الآجل، بوصفها جزء من صافي الثروة الخاصة، في حين أن الدين الخاص سندات الشركات يستبعد من ذلك على الرغم من أن الدين الخاص يمثل أصولاً (Assets) لحملته، وبما أن الاستهلاك يرتبط بعلاقة مباشرة مع صافي الثروة الخاصة، فإن زيادة العرض الاسمي للنقود مع ثبات مستوى الأسعار سيجعل عرض النقود بقيمته الحقيقية يزداد، والذي بدوره يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وزيادة الاستهلاك مثلما سبقت الإشارة اليه، وحيث أن الاستهلاك أحد مكونات صافي الثروة الخاصة، فإن كلاً من الاستهلاك والثروة يزدادان ومع تلك الزيادات يزداد كل من الطلب الكلي والدخل التوازني، بالإضافة الى ذلك فقد تزداد الثروة والاستهلاك بغض النظر عن التغيرات في سعر الفائدة[2].

(ومن خلال ما تقدم يمكن أن نستنتج بأن هناك علاقة بين العجز الحكومي والسياسة النقدية، فإذا ما زاد الإنفاق الحكومي على الضرائب والإيرادات الأخرى، فإن الحكومة تواجه العجز في الموازنة مما يتطلب التمويل وغالباً ما يمول هذا العجز من خلال الاقتراض من الأفراد أو البنوك التجارية أو البنك المركزي

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د. عوض فاضل إسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 536.

(2)

- International Monetary Found, International Capital Department Global Markets' Analysis Division, Financial Market Update, 2003, Page 1- 6.

وعن طريق قيامها بإصدار السندات الحكومية، وبالتالي اعتماد الحكومة هذه الطريقة للتمويل لابد أن يتغير معها عرض النقود، فإذا مولت الحكومة (عبر الأسواق المالية) هذا العجز عن طريق بيع السندات إلى الأفراد أو البنوك التجارية فلن يكون هناك تغيير في صافي عرض النقود، فأن عملية بيع السندات تؤدي إلى أن يكون هناك انخفاض في عرض النقود ولكن عندما تنفق الحكومة إيراداتها فإن عرض النقود سوف يزداد إلى أن يصل إلى مستواه الأول ولن يكون هناك تغير في صافي عرض النقود، ولكن الأمر يختلف إذا ما مولت الحكومة هذا العجز عن طريق بيع سنداتها للبنك المركزي، إذ ستكون هناك زيادة في عرض النقود، فإذا اشترى البنك المركزي تلك السندات وفي الوقت نفسه أنفقت الحكومة عائداتها فإن عرض النقود سوف يزداد بمقدار يعادل تغير القاعدة النقدية أي يساوي حجم مبيعات السندات نفسه مضروباً في مضاعف النقود)[1]، وتجدر الإشارة هنا إلى أن تمويل العجز الحكومي من خلال البنك المركزي أمر غير مرغوب فيه في بعض الأحيان لأن ذلك يؤدي إلى زيادة معدل نمو عرض النقود وارتفاع معدل التضخم وخصوصاً في البلدان النامية.

ثانياً:- السياسة المالية وسوق السندات

The Fiscal Policy And Bonds Market

تنشأ العلاقة ما بين السياسة المالية الحكومية وأسعار الفائدة من خلال السوق المالية، إذ تستطيع الحكومة من خلال التأثير في سعر الفائدة في السوق أن توجه الاقتصاد على وفق السياسة المرسومة لها، فإذا ما كان الاقتصاد يعاني من الركود أو الكساد تستطيع الحكومة أن تستخدم أدوات السياسة المالية للضغط على أسعار الفائدة وتنشيط الأنفاق الاستثماري أو الإنفاق على السلع الاستهلاكية من خلال توفير القروض الحكومية وبأسعار منخفضة، وقد تحدث الحكومة على اختلاف مستوياتها عجزاً في وقت ما أو تحقق فائضاً في موازنتها في أوقات أخرى،

(1) مايكل أبدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 226 – 227.

ويبدو أن العجز أو الفائض في الموازنة الحكومية دليل على أن السياسة المالية توسعية أو انكماشية، إذ يشير العجز إلى سياسة مالية توسعية في حين يشير الفائض إلى سياسة مالية انكماشية، وبالتالي فإن العلاقة ما بين السياسة المالية وأسعار الفائدة والسندات يتم من خلال النشاطات الحكومية على عرض السندات ومن ثم على سعر الفائدة عن طريق قيام وزارة المالية بإصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها لتمويل العجز الحكومي أو التأثير في الفائض.

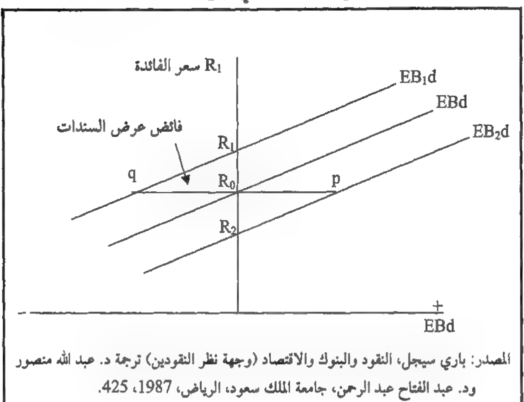
إن دراسة السياسة المالية لا تكون كاملة دون أن تأخذ في الحسبان الدين الحكومي، إذ ينشأ الدين الحكومي بسبب العجز الذي تخلقه الحكومة في ميزانيتها، وبالتالي فانها عندما ترغب في الإنفاق أكثر مما تحصل عليه من الضرائب لمعالجة بعض الحالات الاقتصادية فإنها لابد أن تقترض ويكون لها ذلك عن طريق بيع السندات الحكومية للأفراد أو المؤسسات والهيئات المالية الخاصة أو الجهاز المصرفي (البنوك التجارية والبنك المركزي) مثلما سبقت الإشارة الى ذلك، وعليه فإن مقدار الدين العام عادة ما يقاس بمقدار تلك السندات التي من خلالها تستطيع الحكومة أن تضغط على سعر الفائدة ومن ثم على النشاط الاقتصادي، طالما أن هناك علاقة عكسية تنشأ ما بين سعر السند وسعر الفائدة ناجمة عن سياسة حكومة مالية[1]، ويمكن التعرف على تلك العلاقة من خلال الشكل (10):

(1) للمزيد ينظر:

- د. علي خليل و د. سليمان اللوزي، المالية العامة، مصدر سابق، 267 – 269.

شكل (10)

آثار تمويل العجز الحكومي على أسعار الفائدة




المصدر: باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقودين) ترجمة د. عبد الله منصور ود. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، الرياض، 1987، 425.

ويشير الشكل (10) إلى العلاقة ما بين السياسة المالية من جهة وأسعار الفائدة والسندات من جهة أخرى، والتي تعتمد على خصائص تمويل العجز الحكومي، ولكي تقوم الحكومة بممارسة نشاطها التمويلي من موازنة متوازنة، نجد في هذه الحالة أن منحنى فائض الطلب على السندات والذي يرمز له ($EB^d$) يقطع محور سعر الفائدة عند سعر توازني هو ($R_0$) فماذا يحصل لو قامت الحكومة بالتوسع بالإنفاق وإحداث عجز في الموازنة، فإذا ما قامت الحكومة بتمويل العجز في موازنتها ببيع سنداتها إلى القطاع غير المصرفي، فإن الخزانة لابد وأن تقوم بإصدار المزيد من السندات الحكومية لبيعها في سوق الأوراق المالية، وهذه السندات الجديدة سوف تزيد من العرض القائم للسندات التي أصدرها القطاع

الخاص، ومن ثم ينشأ فائض في العرض الكلي للسندات يساوي المسافة ($qR_0$)، أي أن الإجراء الحكومي المتمثل بسياسة مالية توسعية (الإنفاق يفوق الإيرادات) الذي اتخذته الخزانة العامة بالاقتراض من الأفراد قد نقل منحنى فائض الطلب على السندات إلى الأعلى وإلى اليسار، وفي ظل هذه التغيرات فإنه لا يمكن إزالة فائض عرض السندات إلا إذا ارتفع سعر الفائدة التوازني إلى الأعلى ($R_1$) والذي يتحقق فيه التعادل ما بين الطلب مع العرض الكلي للسندات التي أصدرتها الخزانة العامة والقطاعات الاقتصادية الأخرى، في حين قيام البنك المركزي بتمويل العجز في الموازنة، سوف يؤدي إلى انخفاض مبدئي (وليس ارتفاعاً) في سعر الفائدة، فالبنك المركزي لا يقوم عادةً بتمويل هذا العجز بصورة مباشرة، وإنما يقوم بتمويله من خلال عمليات السوق المفتوحة، إذ يدخل مشترياً للسندات الحكومية التي يمتلكها القطاع الخاص في الوقت نفسه الذي تقوم فيه الخزانة العامة بإصدار سندات للسوق المفتوحة، وعلى ذلك فإن السندات الجديدة تجد طلباً معادلاً جديداً في السوق يساوي مقدار الإصدار النقدي الجديد الذي يقوم به البنك المركزي لتمويل هذا العجز، ولكن في الوقت ذاته فإن تجار الأصول المالية وغيرهم ممن قاموا ببيع ما كان لديهم من سندات حكومية للبنك المركزي قد ازدادت ودائعهم لدى الجهاز المصرفي، مما يسبب زيادة الاحتياطيات النقدية لدى هذه المصارف، وبالتالي فإن القاعدة النقدية تتوفر لكل من المصارف والقطاعات غير المصرفية مما يسهم في زيادة الطلب الكلي على السندات ونتيجة لذلك فان فائض المطلب الكلي على السندات لا بد وإن يرتفع متمثلاً بالمسافة ($R_{op}$)، وفي ظل الظروف الجديدة فإنه لا يمكن إزالة هذا الفائض إلا إذا انخفض سعر الفائدة التوازني إلى ($R_2$)، وعلى هذا الأساس فإن الأثر الأولي لتمويل العجز الحكومي من خلال الاقتراض من البنك المركزي بدلاً من القطاعات غير المصرفية يتمثل في خفض سعر الفائدة وليس رفعها، ولكن مشتريات البنك للسندات الحكومية تعني زيادة في

عرض النقود(*) فإنه لا مناص من إن هناك آثاراً أخرى لقرار البنك لتقليل العجز الحكومي[1].

وعلى العكس من عجز الموازنة الحكومية يعمل فائض هذه الموازنة على خفض معدلات الفائدة فعندما تقوم وزارة المالية أو الخزانة باستخدام النقود التي حصلت عليها من الأفراد بكثرة لسداد الدين العام، فإنها تضيف طلبها على السندات الحكومية إلى طلب القطاعات الاقتصادية الأخرى، وتؤدي الزيادة في طلب السندات إلى رفع أسعارها مبدئياً ثم خفض أسعار الفائدة (وبالآلية نفسها التي سبق الكلام عليها)، وتبين من خلال مناقشتنا إن السياسة المالية لها أهمية مالية بحتة في إحداث تغيرات في الموازنة تؤدي إلى زيادة أو خفض حيازات القطاع الخاص من السندات الحكومية، ولهذا السبب فإن عجز الموازنة العامة يدفع بأسعار الفائدة إلى الأعلى أو يشد الفائض إلى الأسفل، في حين إن السياسات المالية التي تنفذ من خلال إحداث تغييرات في القاعدة النقدية ستكون لها آثار أشد تعقيداً[2].

(*) يترتب على قيام البنك المركزي بشراء السندات الحكومية زيادة في عرض النقود، فهذه الزيادة تؤدي إلى رفع المستوى ألتوازني للدخل القومي، ونتيجة لذلك تنشأ قوى تعكس الانخفاض في سعر الفائدة الناجم عن شراء البنك السندات الحكومية لتمويل العجز في الموازنة، هذه القوى تتمثل بزيادة الطلب على الائتمان في القطاع الإنتاجي (منشآت الأعمال) والقطاع الاستهلاكي (القطاع العائلي)، مما يؤدي إلى رفع سعر الفائدة الحقيقي وتوقع معدل مرتفع للتضخم الذي يرفع معه سعر الفائدة النقدي، وهذه العوامل الثانوية تشد وتقوي اتساع نطاق العجز الذي يتم تمويلية من خلال الزيادة في القاعدة النقدية، وبالتالي فإن هذه العوامل من القوة بحيث لا تعكس الانخفاض الأولي في سعر الفائدة (شراء السندات الحكومية من لدن البنك المركزي) بل إنها ترفع أسعار الفائدة ليكون أعلى من مستواها السابق.

(1) باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، مصدر سابق، 424 – 425.

(2) المصدر السابق نفسه، 426 – 427.

## المطلب الرابع:- السياسات النقدية والمالية وميزان المدفوعات

### أولاً:- السياسة النقدية وميزان المدفوعات

**Monetary Policy's The Balance Payments**

للمتغيرات النقدية مهمة في ميزان المدفوعات وأسعار الصرف بين العملات الوطنية، إذ تسبب في الأغلب الأعم عجزاً أو فائضاً في ميزان المدفوعات لبلداً ما والتي تعكس بدورها أثاراً على النظام الاقتصادي داخل البلد، ويمكن استخدام السياسة النقدية في أحياناً كثيرة لتعديل حالات عدم التوازن والتي قد يعاني منها ميزان المدفوعات، وفي الوقت نفسه يمكن لها أن تعالج التقلبات التي تحدث في أسعار الصرف باعتبار تلك التقلبات مصدر للمتاعب الاقتصادية المحلية من خلال التأثير في قيمة العملة المحلية في السوق الدولية.

وتلعب السياسة النقدية دوراً كبيراً في تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات، إذ تستند الطريقة النقدية إلى التمييز بين النقود من مصدر خارجي (الاحتياطيات الدولية) والنقود من مصدر داخلي (السيولة المحلية)، فضلاً عن ذلك يعد ميزان المدفوعات ظاهرة نقدية، ففي اقتصاد مفتوح وفي ظل ثبات سعر الصرف فإن عرض النقود هو متغير داخلي (Endogenous) يتأثر بفائض أو عجز ميزان المدفوعات، لذا فإن عرض النقود ليس أداة سياسة مستقلة ( Exogenous Policy Instrument)، مثلما هو الحال في ظل اقتصاد مغلق إذ يعد عرض النقود متغير مستقلاً يستطيع التأثير في وضع ميزان المدفوعات، ومن خلال النهج النقدي يمكن اشتقاق علاقة مفيدة ما بين الائتماني المصرفي المحلي والتغير في الاحتياطيات الدولية، وكالآتي:-[1]

$$\Delta M_s = \Delta NFA + \Delta DC \;............(1)$$

(1) للمزيد ينظر:-

- أحمد أبريهي العلي، ميزان المدفوعات والتغير النقدي والإنفاق العام، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد،1991، 120 – 121.

إذ أن $\Delta M_s$ / التغير في عرض النقود مقاساً بالسيولة المحلية.

$\Delta NFA$ / التغير في صافي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي.

$\Delta DC$ / التغير في مجموع الائتمان المحلي، بالإضافة إلى صافي البنود الأخرى غير المصنفة.

ويلاحظ من الصيغة أعلاه التغيير في السيولة المحلية (عرض النقود) مصدرين هما: التغير في صافي الاصول الاجنبية والتغير في صافي الاصول المحلية و الائتمان المحلي، بالإضافة الى ذلك فإن النموذج يتضمن العنصر الآخر المقابل لعرض النقود، وهو الطلب على النقود ويمكن التعبير عن دالة الطلب على النقود من خلال الصيغة الآتية:-[1]

$$M^d = f(Y,R,P \ldots\ldots) \ldots\ldots\ldots\ldots(2)$$

من خلال المعادلة (2) يمكن أن نلاحظ أن الطلب على النقود تتسم بعلاقة تناسبية مع الدخل الحقيقي (Y) وعكسية مع معدل الفائدة (R) والمستوى العام للاسعار (P)، لأن الطلب على النقود في الصيغة أعلاه هو طلب اسمي، أن التوازن في سوق النقود يتحقق إذا ما تساوى العرض النقدي مع الطلب النقدي ومثلما في المعادلة أدناه:-

$$M_s = M^d \ldots\ldots\ldots\ldots(3)$$

ومن خلال العلاقات الرياضية يمكن إبراز علاقة سوق النقود بوضع ميزان المدفوعات، ومن خلال اشتقاق المعادلة الآتية من المعادلتين (1) و(3) وكالآتي:-

$$\Delta NFA = \Delta M_s - \Delta DC$$

$$\Delta NFA = \Delta M^d - \Delta DC$$

$$\Delta NFA = f(Y,R,P\ldots\ldots) - \Delta DC \quad \ldots\ldots\ldots(4)$$

والجدير بالملاحظة أن الدخل الحقيقي وكذلك المستوى العام للاسعار متغيران مستقلان أي أنهما يتحددان خارج النموذج، وكذلك يتضح من دالة الطلب على النقود أن الطلب عليها لا يتأثر بالائتمان المحلي، وبالتالي فإن صافي

(1) د.علي توفيق الصادق وآخرون، السياسة النقدية في البلدان العربية (النظرية والتطبيق)، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، مؤسسة إكسبرس للطباعة، العدد الثاني، أبو ظبي، 1996، 67.

الأصول الأجنبية يتأثر عكسياً بالتغيرات في صافي الائتمان المحلي وهذا يعني أن الإجراءات النقدية يجب أن تأخذ بنظر الاعتبار إمكانية توفير التسهيلات الائتمانية المحلية والأجنبية للمستثمرين المحليين و الأجانب، عندئذ يتأثر سعر الفائدة المحلي بالمتغيرات الخارجية لوجود البدائل أمام القطاع المالي، فالتغيرات في سعر الفائدة جزء مهم من سياسة نقدية محلية تؤثر في الوضع التنافسي للاقتصاد المحلي، وكذلك في التدفقات النقدية والرأسمالية من وإلى الاقتصاد المحلي من جانب آخر، وبالتالي فإن الزيادة في الائتمان المحلي ($\Delta DC$)، بمقدار أكبر من الزيادة في الطلب على النقود ($\Delta M^d$) تؤدي إلى انخفاض صافي الأصول الأجنبية وبالقدر نفسه أي أن التغير في صافي الموجودات الأجنبية يطابق حسابياً التغيير في الطلب على النقود مطروحاً منه التغيير في الائتمان المحلي، وهذا يعني أن إتباع سياسة نقدية توسعية ناجمة عن التوسع في الائتمان المحلي يفوق الزيادة في الطلب على النقود يؤدي إلى تدهور صافي الأصول الأجنبية، أي الى تدهور وضع ميزان المدفوعات ويتمثل دور السلطة النقدية هنا من خلال الحد من التوسع في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية محاولة منها تقليص استيرادات هذه الوحدات، وهذا ما يفسر إصرار واضعي السياسة وبرامج التصحيح القصيرة الأجل (برامج التثبيت) تقليص الائتمان بشكل عام والائتمان الممنوح للحكومة بشكل خاص لمعالجة الاختلالات التي تصيب ميزان المدفوعات[1].

ويمارس سعر الصرف هو الآخر تأثيراً واضحاً في أسعار الواردات والصادرات باعتباره يحدد قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى، إذ تعد أسعار الصرف من وسائل السياسة النقدية الأكثر شيوعاً في توحيد قيم رؤوس

(1) للمزيد ينظر:-

- د. توفيق عبد الرحم يوسف، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 29 – 31، 2004.

- Fabio Ghironi, Macroeconomic Interdependence Under Incomplete Markets, Journal of International Economies, Boston Collage, USA, 2006, Page 1 – 6.

الأموال الدولية فهي تقوم بربط أقتصادات الدول بعضها بالبعض الآخر، طالما أن حركة رؤوس الأموال الدولية تتمثل في الطلب المحلي أو الأجنبي على الموجودات الأجنبية والمحلية معاً، ومن ثم ينعكس ذلك على استقرار وتوازن ميزان المدفوعات، ويظهر سلوك سعر الصرف في اتجاهين، الأول يتمثل بالعلاقة ما بين سعر الصرف والموجودات الأجنبية، والثاني في القدرة التنافسية الدولية للاقتصاد والتي يعبر عنها بسعر الصرف الحقيقي للعملة الوطنية[1].

أن قدرة السلطة النقدية على منع عملتها من الانخفاض لأقل من الحد الأدنى أو الزيادة عن الحد الأعلى يعتمد على ما بحوزتها من العملات الأجنبية أو ما يمكنها من اقتراضه منها وتستطيع التدخل في سوق الصرف الأجنبي من خلال بيع وشرائها الودائع الأجنبية تحت الطلب عبر عمليات السوق المفتوحة ويمكن أن تنعكس هذه الإجراءات على وضع ميزان المدفوعات فانخفاض سعر صرف العملة المحلية يشجع الصادرات وفي الوقت ذاته يرفع من تكلفة الواردات من الخارج وإذا ما اتسم سعر الصرف بعدم الاستقرار فإن ذلك يبعث برسالة غامضة للمستثمرين والدائنين في الخارج الذين يقدمون تمويلاً للاقتصاد المحلي أي أن التقلبات في سعر الصرف تعني تقلبات في قيمة الإيرادات والأصول الرأسمالية، وبذلك يتفادى المستثمرون والممولون للاقتصادات تمويل الاقتصادات التي تتسم أسعار صرفها بالتقلب[2].

(1) للمزيد ينظر:-

- د. عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية والدولية (أسبابه – انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الأولى، بيت الحكمة للطباعة والنشر والتوزيع، بغداد، 25 – 258، 2002.

(2) للمزيد ينظر:-

- د. توفيق عبد الرحمن يوسف، الأدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الاجنبية، مصدر سابق، 33 – 34.

## ثانياً:- السياسة المالية وميزان المدفوعات

**Fiscal Policy, The Balance Payments**

من المعروف أنه لا يوجد في العالم المعاصر بلد لا يرتبط بعلاقات متشعبة مع بقية بلدان العالم الخارجي على اختلاف مستويات هذه العلاقات والارتباطات، وتحظى تلك العلاقات الاقتصادية الدولية باهتمام كبير من صانعي السياسات الاقتصادية لأن على أساسها يتم تخصيص الموارد على وفق نظريات الاقتصاد الدولي المختلفة مما جعل تحقيق التوازن الداخلي والخارجي هدفاً رئيسياً من أهداف سياسات البلدان المختلفة وخصوصاً السياسة المالية التي يمكن أن تسهم ومن خلال استخدام أدواتها في التأثير والمحافظة على توازن المدفوعات وكذلك التأثير على سعر صرف العملة الوطنية وموقفها في سوق الصرف الاجنبي، ولعل أبرز ادوات السياسة المالية التي تستخدمها السلطة المالية للتأثير على ميزان المدفوعات وأسعار الصرف هي السياسة الانفاقية والضريبية[1].

ويشهد الاقتصاد العالمي اختلالات حادة في التوازنات الاقتصادية الكلية، ولاسيما بعد أن اجتاحته العديد من المتغيرات الاقتصادية، إذ أن هناك علاقة قوية ما بين توازن ميزان المدفوعات (التوازن الخارجي) وتوازن الموازنة العامة (التوازن الداخلي) وخصوصاً بين الاقتصادات المتقدمة، فنشأة الاختلال تؤدي إلى زيادة تدفق الأموال فيما بينهما، فاقتصادات العجز تواجه ضغطاً لنزوح الأموال الخاصة منها إلى الخارج، الأمر الذي يولد تفاقماً في الاتجاه النزولي في سعر صرف عملاتها، في حين أن اقتصادات الفائض عادة تمثل انسياباً لرؤوس الأموال نحوها، ومن ثم فهي تعاني أيضاً من مضاعفة الاختلال، بمعنى زيادة حدة الاختلالات، فإذا ما تفحصنا تأثير التغيرات في الصادرات والواردات في الأسعار والعمالة

---

(1) للمزيد ينظر:-

- فلاح حسن ثويني، دور البنك المركزي في تحقيق التوازن الاقتصادي، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 95 – 103، 2001.

والناتج ومن ثم على التوازن في ميزان المدفوعات، فإننا نستطيع القول أن السلطة المالية وباستخدام أدواتها المالية، تتمكن من التأثير في وضع ميزان المدفوعات عن طريق تأثيرها في الطلب الكلي، وبالتالي في الناتج، فإذا كان البلد يواجه فائضاً في ميزان المدفوعات فإن الزيادة في الطلب الكلي تقود إلى خفض هذا الفائض أو التخلص منه إذ تنخفض الصادرات بسبب الزيادة في الناتج والأسعار المحلية بالنسبة الى الأسعار الأجنبية، في حين تزداد الواردات بسبب الزيادة في الطلب الكلي والأسعار المحلية بالنسبة الى الاسعار الأجنبية وهكذا تصبح السياسات المالية التوسعية مرغوبة إذا ما واجه البلد البطالة والفائض في ميزان المدفوعات، في حين إذا واجه البلد تضخماً بجذب الطلب وعجزاً في ميزان المدفوعات، فإن السياسات المالية المقيدة تكون أنسب من غيرها، ولكن إذا واجه البلد بطالة وعجز في ميزان المدفوعات أو تضخماً بجذب الطلب وفائضاً في الميزان، فإن السياسة الملائمة لحل المشكلة محلياً تختلف وتتعارض مع السياسة الملائمة لحل المشكلة دولياً، ففي الوقت الذي تكون فيه السياسة الملائمة لعلاج البطالة هي سياسة مالية توسعية تكون السياسة الانكماشية أو المقيدة هي الملائمة لعلاج العجز في ميزان المدفوعات، وبالتالي فإنه لا يمكن تحقيق العمالة الكاملة والتوازن في ميزان المدفوعات بمجموعة واحدة من السياسات، أي من الضروري استخدام مجموعتين من السياسات (التوسعية والانكماشية)، وقد يكون من الضروري استخدام السياسة التوسعية لإنجاز العمالة في حين أن سياسة تخفيض قيمة العملة قد تكون مطلوبة لتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات[1].

ولا يمكن اغفال أثر السياسة الضريبية في التأثير في سعر الصرف بطريقة غير مباشرة ومن خلال تأثيرها في أنشطة أخرى في الاقتصاد، فزيادة الضرائب مثلاً

---

(1) للمزيد ينظر:-

- مايكل ابدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 505.
- د. عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 139 – 141.
- أحمد ابريهي العلي، ميزان المدفوعات والتغير النقدي والإنفاق العام، مصدر سابق، 347 – 351.

(الضرائب على الدخول) تؤثر في قدره الأفراد في الإنفاق من خلال تأثيرها في انخفاض دخولهم المخصصة للإنفاق، أي الانخفاض بأشكاله المختلفة (الاستهلاكي والاستثماري) مما يؤدي إلى انخفاض الدخول وكذلك الأجور وكل ذلك يؤدي إلى انخفاض عرض النقود والأسعار، الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطلب الأجنبي على السلع المحلية بسبب انخفاض أسعارها مقارنة مع البلدان التي تكون فيها الأسعار مرتفعة، مما يترتب عليه ارتفاع في سعر صرف العملة المحلية مقابل انخفاض سعر الصرف العملة الأجنبية المقابلة لها، ويمكن أن نتصور الحالة بالاتجاه المعاكس في حالة خفض الضرائب على الدخول، إذ يمكننا أن ندرك في أحياناً كثيرة ما تؤديه الزيادة في الضرائب في ارتفاع الأسعار من خلال تأثيرها في الإنتاج، إذ تعمل على تخفيض الإنتاج لارتفاع تكاليفه، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض الطلب الأجنبي على السلع المحلية بسبب ارتفاع أسعارها مقارنة مع البلدان التي تكون فيها الأسعار منخفضة، مما يؤدي إلى انخفاض في سعر صرف العملة المحلية مقابل ارتفاع في سعر صرف العملة الأجنبية المقابلة لها، ويمكن أن نتصور الحالة بالاتجاه المعاكس في حالة خفض الضرائب على الإنتاج، وهذا يعني أن للضرائب تأثيرها في أسعار صرف العملة من خلال تأثيرها على الدخول وعرض النقود والإنتاج وبالتالي الأسعار والصادرات والميزان التجاري، وهكذا فإن الحكومة يمكن أن تمارس من خلال سياساتها الانفاقية والضريبية دوراً في التأثير في وضع ميزان المدفوعات[1].

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د. توفيق عبد الرحمن يوسف، الإدارة الدولية والعملات الأجنبية، مصدر سابق، 98 – 100.
- د. حسين علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، 200 – 203.
- د. منير أحمد هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 578 – 579، 2005.

المطلب الخامس:- طبيعة العلاقة ما بين السياستين النقدية والمالية

أولاً:- السياسة النقدية والمالية معاً The Monetary and Fiscal Policy

أن هناك تكاملاً هاماً وقوياً ما بين السياستين لتحقيق الأهداف الاقتصادية بشكل عام والاستقرار الاقتصادي على وجه الخصوص، إذ يعود هذا الترابط بينهما إلى إن مكونات الطلب الكلي تتأثر بمستوى سعر الفائدة السائد من جهة كما إنها تتأثر بمستوى الضرائب والإنفاق وتغيراتهما من جهة أخرى، بالإضافة الى ذلك تأثرها بطريقة تمويل فائض أو عجز الموازنة ويترتب على ذلك بالضرورة وجود تنسيق ما بين السياستين لتحقيق الأهداف وبكفاءة عالية مما يقضي بضرورة استخدام مزيج من السياستين معاً[1].

فالسياسة النقدية بأدواتها المختلفة تؤثر بشكل مباشر في النقود المتوافرة لدى البنوك التجارية، إذ تؤثر أسعار الفائدة في التسهيلات الائتمانية الممنوحة من لدن تلك البنوك للأفراد والمشروعات، الأمر الذي يولد تأثيراً في الحجم الكلي للإنفاق على السلع والخدمات وبالتالي في حجم الاستثمار ومن ثم في حجم الطلب الكلي، إذ جاء تأثير السياسة النقدية بشكل غير مباشر وأنتقل عبر قناة سعر الفائدة، إما بالنسبة الى السياسة المالية فهي تؤثر مباشرةً في التشغيل والإنتاج والدخل من خلال الإنفاق الحكومي والسياسة الضريبة، إذ إن الإنفاق الحكومي يؤثر بصورة مباشرة في الدخل والإنتاج، فعند زيادة الإنفاق بشقيه الجاري والاستثماري سيؤدي ذلك إلى زيادة الدخول وبالتالي زيادة الطلب الكلي الذي يترتب عليه زيادة في الإنتاج، ويمكن أن تلعب السياسة الضريبية الدور نفسه فيما يتعلق بإعادة توزيع الدخول، إذ تسعى معظم النظم الضريبية إلى زيادة الاقتطاع من ذوي الدخول المرتفعة وإعادة توزيعها إلى الفئات الفقيرة ذات الميل الحدي

---

(1) د.احمد منير نجار، دور الإنفاق العام في تحقيق الاستقرار الاقتصادي (حالة دولة الكويت)، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 92، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 1999، 23.

للاستهلاك المرتفع على شكل إعانات مما يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وزيادة الإنتاج[1].

ولأن العمليات المالية والنقدية هي وسائل فعالة في الرقابة الاقتصادية العامة، فإن التنسيق والجمع بينهما يصبح أمراً ضرورياً وملحاً لتفادي التعارض مع بعضها بصورة تضعفهما وفي الوقت نفس تمنع السلطة الحكومية من تحقيق أهدافها المرسومة، ويشدد على هذه ضرورة التداخل الموجود بين هذين النوعين من العمليات، فالسياسة المالية تنادي بزيادة الإنفاق أو تخفيض الضرائب لتحريك عجلة النشاط الاقتصادي عندما يكون الاقتصاد يعمل في ظروف أقل من مستوى التوظيف الكامل، في هذه الحالة لا بد أن تجعل السياسة النقدية بالاتجاه نفسه بحيث يضمن عدم ارتفاع سعر الفائدة وألا أدى ذلك إلى انخفاض حجم الاستثمار ومن ثم حجم الطلب الكلي مما يتسبب في عدم نجاح السياسة المالية، الأمر الذي يتطلب أن تعمل هذه السياسة (النقدية) من جانبها على تخفيض سعر الفائدة إلى المستوى الذي يضمن معه رفع حجم الاستثمار لإنعاش الاقتصاد الوطني، ولعلاج التضخم تنادي السياسة المالية بتخفيض الإنفاق الحكومي أو زيادة الضرائب بحيث يؤدي ذلك إلى تخفيض حجم الطلب الكلي في المجتمع والقضاء على الفجوة التضخمية، ففي هذه الحالة لابد أن تعمل السياسة النقدية على عدم تخفيض سعر الفائدة من خلال عمليات السوق المفتوحة حتى لا يؤدي ذلك إلى زيادة حجم الاستثمار ليرتفع معه الطلب الكلي، إن التنسيق بين التدابير المالية أو النقدية أمر ضروري وذلك بسبب الاختلاف ما بين طبيعة كل منهما على النحو الاتي:-[2]

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.عادل فليح العلي، المالية العامة والتشريع المالي، الدار الجامعية للنشر، الموصل، 2002، 56 - 144.

(2) د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 382 – 383 . د.عبد المنعم السيد علي & د.نزار الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 382 – 383 .

1- تميل العمليات المالية الى أن تكون واسعة النطاق من حيث حجمها ومداها، في حين تتجه العمليات النقدية إلى أن تكون محدودة لأنها تنحصر بصورة رئيسة في القطاع المالي والمصرفي.
2- تميل التدابير المالية من ناحية أخرى إلى أن تكون بطيئة ومتصلبة لأسباب دستورية وقانونية عموماً، في حين ان الإجراءات النقدية سريعة ومرنة نسبياً ويمكن تغييرها في وقت قصير جداً من خلال التغييرات في نسب الاحتياطي القانوني وأسعار الفائدة والخصم.
3- تميل الإجراءات المالية إلى أن تكون ذات قيمة بصفة خاصة في تشجيع التوسع الاقتصادي ولكنها قد تكون أقل قدرة على إيقاف التضخم، إما الإجراءات النقدية فإنها تكون ذات أثر ضئيل في تشجيع التوسع ولكنها قد تحد وبصورة فعالة من الاتجاهات التضخمية.

ولهذه الأسباب مجتمعة تجعل التنسيق فيما بين السياستين من حيث الاتجاه والتوقيت يصبح أمراً ضرورياً جداً لا يمكن أن تتغاضى عنه.

ثانياً:-السياسة النقدية والمالية والجدل بين الكينزيين والنقوديين.

**The Monetary and Fiscal Policy and The Argument Between The Keynesians and The Monetarists**

إن قدرة وفاعلية السياسات المالية والنقدية مسألة يثار حولها الجدل، وليس هناك اتفاق بين العديد من المدارس الاقتصادية، ولاسيما بين المدرستين الكينزية والنقودية، ففي الوقت الذي يذهب فيه أنصار الكينزية إلى تعظيم دور السياسة المالية في النشاط الاقتصادي على حساب السياسة النقدية، نجد إن النقوديين يشككون في فعالية السياسة المالية وكفاءتها ويعظمون السياسة النقدية في التأثير في مجمل النشاط الاقتصادي بوصفها الأداة الوحيدة الفعالة.

إن الاختلاف بين المدرستين لا يزال قائماً ولم يستطع الاقتصاديون إثبات صحة أحدهما ونفي الأخر بشكل قاطع ولكن من الناحية التطبيقية(*) استطاعت كل من المدرستين باستخدام الدراسات الإحصائية أن تبين فاعلية سياستها خلال مدد زمنية مختلفة، فأظهرت المدرسة الكينزية فاعلية السياسة المالية في مدد معينة، بينما أكدت الدراسات الإحصائية النقدية فاعلية السياسة النقدية في مدد أخرى، ويمكن مقارنة النظرية النقدية مع المناهج الكينزية الحديثة، على الرغم من التقارب الكبير في وجهات النظر بين المدرستين خلال العقود الثلاثة الماضية، والاختلافات بينهما قائم في تأكيد أي السياستين أكثر فاعلية عملياً في التأثير في الطلب والعرض الإجماليين، ففي الوقت الذي يؤكد فيه أنصار المدرسة النقودية على دور السياسة النقدية وعدم استخدامها السياسة المالية انطلاقاً من موقفهم ضد التدخل الحكومي

(*) لعل أبرز تلك الدراسات التي قام بها لونال أندرسون وجيري جوردان (Anderson and Jordan) والمتعلقة بفعالية السياسات النقدية والمالية اذ افترض في ان مستوى النشاط الاقتصادي يعتمد على عوامل مختلفة تتضمن المتغيرات النقدية والمالية، وتظهر هذه العلاقة بالصيغة آلاتية:-

$$Y=f(GE, TR, MP, Z)$$

حيث أن Y/ تمثل النشاط الاقتصادي والذي قيست بالناتج القومي الإجمالي النقدي.

GE/ سياسة الإنفاق الحكومي والتي قيست بعدة مقاييس منها فائض موازنة العمالة المرتفعة.

TR/ سياسات الضرائب الحكومية والتي قيست بنفس مقاييس سياسة الانفاق الحكومي.

MP/ السياسة النقدية والتي قيست بالعرض الاسمي للنقود والقاعدة النقدية.

Z/ المحددات الأخرى للنشاط الاقتصادي، بسبب استحالة التقدير الكمي لجميع المحددات كما يعتقدان فأنهما استبعدا هذا المتغير. ولم تؤيد النتائج التي توصل إليها كل من ( Anderson and Jordan) الراي القائل بأن السياسة المالية فعالة في حالة غياب التغير في عرض النقود، بالإضافة الى الدراسات الإحصائية التي قام بها كل من فريدمان وشوارتز من خلال فحص السجل التاريخي للولايات المتحدة، كذلك بعض النماذج القياسية والتي أثبتت وجود علاقة سببية ما بين عرض النقود (السياسة النقدية) والنشاط الاقتصادي خلال الدورة الاقتصادية، للمزيد في ذلك ينظر:-

- مايكل أبدجمان، الاقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، مصدر سابق، 526-522.
- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد (وجهة نظر النقوديين)، مصدر سابق، 528-524.

الواسع واعتقادهم بأن الاقتصاد الحر هو اقتصاد مستقر ولا يحتاج إلى تدخل حكومي واسع، فأننا نجد إن المدرسة الكينزية تؤكد بأن كلا السياستين تؤثران في الطلب الكلي، ألا إن فاعلية السياسة المالية تفوق كثيراً فاعلية السياسة النقدية وخاصة في مدد الركود أو الكساد الاقتصادي الطويل الأجل، ويبرز من ذلك أن هناك اختلافات رئيسة ما بين المدرستين أهمها:-[1]

1- لا تتفق المدرستان حول القوى المحركة للطلب الكلي، إذ يعتقد النقوديون أن الطلب الإجمالي يتأثر فقط وبشكل رئيسي بالعرض من النقود وإن تأثير النقود في الطلب الإجمالي مستقر ويمكن الاعتماد عليه، في الوقت الذي يؤكد فيه النقوديين إن تطبيق سياسة مالية توسعية من لدن الحكومة يؤدي إلى مزاحمة القطاع الخاص من خلال السوق المالي، الأمر الذي يؤثر سلباً في الإنفاق الاستثماري الخاص، وبالتالي في الطلب الكلي، وهذا يعني إن السياسة المالية سوف لن يكون لها إلا تأثير ضئيل يمكن إهماله، ويمكن توضيح ذلك في شكل (11):-

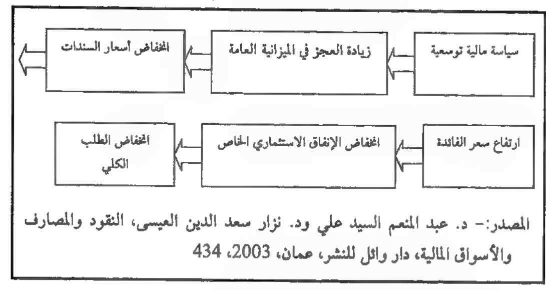
---

(1) للمزيد ينظر:-

بول أ. ساموبلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 640-639.

**شكل (11)**

**السياسة المالية التوسعية والتزاحم الاستثماري**




المصدر:- د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2003، 434

**وبعكس ذلك، فإن وجهة النظر الكينزية تتصف بالقبول وعدم الرفض المطلق للسياسة النقدية، ولكن في الوقت نفسه يصر الكينزيون على ان السياسة النقدية أقل فعالية في التطبيق من السياسة المالية، إذ إن تأثير سعر الفائدة في الطلب الكلي يتحقق من خلال الإنفاق الاستثماري، وبالتالي فإن فاعلية السياسة النقدية تتمثل بزيادة عرض النقود ومن ثم انخفاض سعر الفائدة والذي يعتمد بدوره على مدى استجابة الإنفاق الاستثماري للتغيرات في سعر الفائدة (وجهة النظر النقودية)، في حين يعتقد الكينزيون بأن هذه الاستجابة ضعيفة، لأن الإنفاق الاستثماري لا يعتمد على سعر الفائدة فحسب مثلما يعتقد النقوديون وإنما على توقعات المستثمرين للحالة الاقتصادية في المستقبل أيضاً، فإذا كانت توقعاتهم متشائمة بالنسبة الى المستقبل، فإن انخفاض سعر الفائدة لن يؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثماري كثيراً، وبالعكس[1].**

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.عبد المنعم السيد علي و د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 433-438.

2- ثمة اختلافات أخرى بين المدرستين حول فاعلية السياستين، إذ يعتقد النقوديون من خلال استنتاجات النظرية الكلاسيكية بفاعلية السياسة النقدية على افتراض ثبات سرعة دوران النقود خلال الأجل القصير واستقرار الطلب على النقود مع التغيرات الحاصلة في الناتج القومي والدخل القومي، ألا إن الكينزيين المحدثيين يعتقدون ومن خلال التجارب في العديد من بلدان العالم إحصائيا وتطبيقياً، بأن سرعة دوران النقود ليست ثابتة ومستقرة، وهذا ما يضعف فاعلية السياسة النقدية في التأثير في الطلب الإجمالي، وخاصة عندما تكون التغيرات في سرعة دوران النقود معاكسة للتغييرات في كمية النقود، فانخفاض سرعة دوران النقود في ازمنة الركود الاقتصادي يجعل زيادة كمية النقود ضعيفة التأثير، بينما يزيد ارتفاعها في ازمنة الانتعاش من الضغوط التضخمية وارتفاع الأسعار، ويقلل تأثير السياسة النقدية الانكماشية.

3- الاختلاف الرئيس الأخر مابين علماء الاقتصاد النقوديين والكينزيين يتعلق بسلوك العرض الإجمالي، إذ يؤكد الكينزيون عدم مرونة الأسعار والأجور، في حين يعتقد النقوديون بأن الكينزيون قد بالغوا في تقدير عدم مرونة الأسعار والأجور في الاقتصاد، ولذلك فإن منحنى العرض الكلي قصير الأجل أشد انحداراً وليس عمودياً، بينما يرى الكينزيون إن منحنى العرض الكلي يأخذ الشكل العمودي، أي شديد الانحدار[1].

4- ثمة اختلاف أخر ما بين المدرستين حول فاعلية السياستين، إذ يعتقد النقوديين إن سياسة عجز الميزانية التي يؤمن بها الكينزيون محددة بالقبول السياسي وببرامج اقتصادية واجتماعية لا يمكن التراجع عنها، فهي في حالة التوسع محددة بالقبول السياسي للعجز في الميزانية العامة، وفي حالة الانكماش محددة ومقيدة ببرامج اقتصادية واجتماعية لا يمكن التخلي عنها، في حين يعتقد

(1) بول.أ.ساموبلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 639 - 640.

الكينزيون إن سياسة العجز الحكومي أو السياسة المالية التوسعية يمكن أن تسهم في تنشيط الاقتصاد إلى جانب السياسة النقدية مع إعطاء دور أكبر للسياسة الحكومية المالية[1].

ولكن في جميع الحالات السابقة هناك اتفاق تام بين المدرستين على الهدف الرئيس من السياستين يتلخص بتحقيق الاستقرار الاقتصادي والسعي إلى الوصول إلى أعلى استغلال ممكن من الطاقة الإنتاجية وعلى هذا الأساس فإن الإجابة عن أي السياستين يجب أن يستخدم من لدن الدولة لتحقيق هذه الأهداف يمكن إيجازها بالنقاط الاتية:-[2]

أ- تستطيع السياسات الحكومية استخدام أي من السياستين أو كليهما في معالجة التقلبات الاقتصادية مع الأخذ بنظر الاعتبار محددات كل منهما.

ب- يعتمد المزج بين السياستين على الظروف التي يمر بها الاقتصاد وعلى تأثير كل منهما في القطاعات الاقتصادية المحلية، أي إن المزيج من السياستين لا بد وأن يتغير مع تغير الحالات الاقتصادية والسياسية ولعل من أهم الخصائص التي يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار حالة الركود أو الكساد والانتعاش أو الازدهار، كذلك المدة الزمنية التي يحتاجها تغيير أو تعديل كلا السياستين.

المطلب السادس:- السياسات النقدية والمالية والسوق المالية

أولاً:- السياسة النقدية والسوق المالية The Monetary Policy And Fiscal Market

هناك علاقة وثيقة تربط بين السياسة النقدية وتنمية سوق تداول الأوراق المالية، وهذا الترابط ينبع أساساً من التداخل واتساق العلاقة القائمة بين أسواق النقد (Monetary Market) وأسواق رأس المال (Capital Market)، ومن هنا

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د.عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق.

(2) د.عبد المنعم السيد علي و د.نزار سعد الدين العيسى، مصدر سابق.

فإننا يمكن أن نتصور إجراءات النظام المصرفي متمثلة بالبنك المركزي والمصارف التجارية والمصارف المتخصصة..... والتي هي مؤسسات مالية محفزة للنمو الاقتصادي، ويمكن أن تصبح إحدى الدعامات الرئيسة في قيام سوق متطورة لتداول الأوراق المالية[1].

فاتساع حجم السيولة في السوق المالية بالنسبة الى السيولة الكلية للاقتصاد يفسر عنها زيادة ترابط السوق المالية بالسياسة النقدية، الأمر الذي يجعل من الضروري توسيع دور واهتمام السلطة النقدية بهدف السيطرة والتأثير في سيولة السوق، إذ تستطيع السلطة النقدية القيام بإجراءاتها المختلفة التي من شأنها أن تؤثر في مكونات السيولة الكلية للاقتصاد، رغبة منها في الحفاظ على الاستقرار النقدي في الاقتصاد ويمكن أن تنتقل آثار الإجراءات النقدية إلى السوق المالية بطريقتين، الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة، على الرغم من إن الطريقة المباشرة في التأثير تكون مقيدة لنشاط السوق المالية (بيع الأوراق المالية وشرائها من لدن السلطة النقدية)، على عكس الطريقة غير المباشرة التي تعمل بشكل أفضل من الطريقة الأولى وخصوصاً عندما تسود حالة الشفافية والوضوح، إذ يكون تأثير الإجراءات النقدية في الأخيرة من خلال قنوات مشتركة مهماً في التأثير في حجم سيولة السوق ولعل أبرز تلك القنوات هي:-[2]

1- مستوى أسعار الفائدة.

2- منح الائتمان.

---

(1) للمزيد ينظر:-

- توماس ماير وآخرون، النقود والبنوك، ترجمة أحمد عبد الخالق ود.أحمد بديع بليج، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، 662-671.

(2)

-Mingh.chen, Woog.im, Hyun J.kim, Tneimpact of Macroeconomic and non - Macroeconomic Forces on hotel stock returns, International Journal of hospitality management, 2005, page -1-9.

وهاتان القناتان متداخلتان فيما بينهما، وهذا ما يمكن ملاحظته في تحليل آلية عملهما في امتداد تأثير السياسة النقدية في سيولة السوق، إذ ترتبط أسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية من خلال تأثير هذه الأسعار وبشكل فعال جداً في تلك الأدوات ومن جهة أخرى تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية وذلك من خلال علاقة سعر الفائدة بأسعار السندات في سوق السندات وأسعار الأسهم في سوق الأسهم، وتتحدد هذه العلاقات من خلال تأثير السياسة النقدية في حجم الائتمان الممنوح للوحدات الاقتصادية.

وتظهر الأدلة العملية والنظرية، أن إتباع سياسة نقدية توسعية يؤدي إلى انخفاض كلفة الائتمان بفعل انخفاض سعر الفائدة، ومن ثم زيادة الطلب على الائتمان من خلال المصارف الأمر الذي يقود إلى انخفاض توجه الأفراد والمستثمرين نحو السوق المالية لطلب التمويل أي قيام المقترضين بإحلال مهمة الاقتراض من السوق المالية إلى المصارف التجارية، والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض عرض السندات ومن ثم ارتفاع أسعارها، أما علاقة أسعار الفائدة بالأسهم فهي الأخرى علاقة عكسية، وهذا ما يمكن ملاحظته عند إتباع سياسة نقدية توسعية، مثلما في التحليل السابق[1]، والشكل (12) يوضح آلية انتقال آثار السياسة النقدية إلى السوق المالية.

فبالإضافة إلى ما تقدم فإن هناك العديد من القنوات التي يمكن أن تستخدمها السلطة النقدية بغية التأثير في السوق المالية، وأهم هذه القنوات هي سعر إعادة الخصم وعمليات السوق المفتوحة ونسبة الاحتياطي القانوني، إذ يستطيع البنك المركزي التأثير في الاستثمارات المالية عبر هذه القنوات، وتمتد آثار استخدام السلطة النقدية لأداة سعر الخصم في السوق المالية عبر السوق النقدية والرأسمالية للتغيير في أحكام إقراض البنوك التجارية من البنك المركزي، أي التأثير في حجم

(1) Flavio Padrini, Velocity Innovations, Financial Markets, and The Real Economy, Journal of Monetary Economics, OECD, Economics Department, Zrue Andre Pascal, Paris Cedex 16, France, 2002, Page 1-6.

احتياطيات البنوك التجارية، أما عمليات السوق المفتوحة الاداة الثانية التي يمكن من خلالها أن يصل تأثير السياسة النقدية في نشاط السوق الى عمليات البيع والشراء للاوراق المالية الحكومية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وعبر التأثير في قناة الأسعار وسعر الفائدة، بالإضافة إلى قناة الاحتياطات النقدية، أما فيما يتعلق بالأداة الثالثة (نسبة الاحتياطي القانوني)، فإن البنك المركزي يستطيع التحكم بتلك النسبة الأمر الذي يدفع البنوك التجارية إلى اللجوء إلى السوق المالية لعرض ما لديها من أوراق مالية، وهكذا فإن التحليل السابق الإشارة يركز على أدوات السياسة النقدية الكمية غير مباشرة، ذلك لأن الأدوات النوعية المباشرة للسياسة النقدية تكون معوقة لنشاط السوق المالية لعدة أسباب[1].

وتعتمد فاعلية السياسة النقدية ولاسيما الكمية منها على وجود أسواق مالية منتظمة، إذ تغير مجال عمل تلك الأدوات، وبالتالي فلابد أن تكون هذه الأسواق على درجة عالية من الكفاءة والفاعلية لتطبيق تلك الأدوات أي يجب أن تكون ذات طاقة كبيرة وتمكنها من استيعاب كميات ضخمة من السندات الحكومية التي يعرضها البنك المركزي من خلال عمليات السوق المفتوحة، كذلك قدرته على تطبيق سياسة سعر البنك وينتقل تأثر السوق المالية في تطبيق السياسة النقدية الى النحو الآتي:[2]

---

(1) Gerald R. Jensen & Jeffery M. Mercer, Security Markets and Information Content of Monetary Policy Turning Points, The Quarterly Review of Economics and Financial, www. Elsevier.com, 2006, Page 1 – 10.

(2) للمزيد ينظر:-

- David E. Rapach, Macro Shocks and Real Stock Prices, Journal of Economics and Business, Albers School of Business and Economics, Seattle University, 2001, Page 1 – 9.

- دعاء نعمان الحسيني، تأثيرات التغيرات الاقتصادية على مؤشرات الأسواق المالية العربية مجلة بحوث مستقبلية العدد /15، كلية الحدباء الجامعة، 2005، 137 – 138.

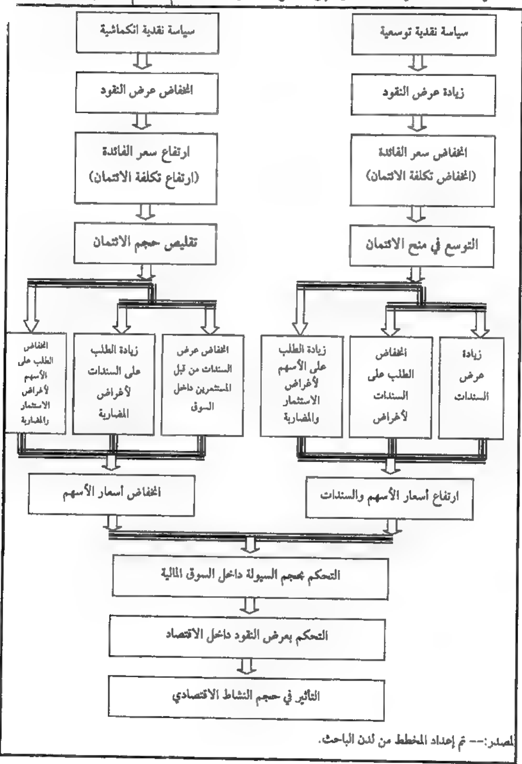
1- يعد سعر البنك أحد هياكل أسعار الفائدة التي يحتم تحديدها في السوق المالية ولاسيما السوق النقدية، إذ يعتمد تحديد سعر البنك على التغييرات التي تصيب جانبي العرض والطلب على السيولة في السوق النقدية.

2- تتطلب فاعلية سعر البنك وجود علاقة قوية بينه وبين أسعار الفائدة الأخرى في السوق المالية، إذ تعتمد التغييرات في سعر البنك على التغييرات في أسعار الفائدة في السوق، وهذا يتطلب وجود سوق مالية كفوءة.

3- يسمح وجود سوق مالية متطورة (قصيرة الأجل) تتم فيها إعادة خصم أدوات الائتمان بواسطة البنك المركزي بتطبيق إجراءات السياسية النقدية وبسهولة.

4- يعتمد نجاح سياسة السوق المفتوحة على وجود سوق للسندات كبيرة ونشطة وذات فاعلية عالية وعلى النحو الذي سبقت الاشارة اليه، وهكذا فإن تنمية السوق المالية تجعل أدوات السياسة النقدية (الكمية) أكثر فعالية وتأثيراً في مجمل المتغيرات الاقتصادية الكلية، من خلال إتاحة المجال الأمثل لتطبيقها وامتداد أثرها نحو الأهداف المتوخاة من استخدامها.

## شكل (12)
## آلية انتقال السياسة النقدية إلى السوق المالية والتحكم بحجم السيولة الكلية




المصدر:-- تم إعداد المخطط من لدن الباحث.

**ثانياً:- السياسة المالية والسوق المالية The Fiscal Policy and Fiscal Market**

شهد القرن العشرين تغيراً جوهرياً في طبيعة دور الحكومة في الاقتصاد الوطني، إذ زادت وظائف الحكومة واتسع دورها في النشاط الاقتصادي خصوصاً بعد أن تحررت من القيود التي تفرضها المفاهيم والأسس الكلاسيكية على تدخلها فيه، واحتلت بذلك موقفاً مؤثراً في التطور الاقتصادي والاجتماعي، ولقد واكبت هذا التوسع في مهام الحكومة زيادة سريعة في حجم الإنفاق الحكومي دون أن تواكب هذه الزيارة زيادة مماثلة في الإيرادات العامة، مما ولد عجزاً في موازنتها دفع الحكومات إلى الاقتراض الداخلي والخارجي لتغطية هذا العجز، وبذلك أخذ الاقتراض العام يرفد الحكومة بالموارد المالية وغالباً ما تفضل الحكومات الاقتراض الداخلي على الاقتراض الخارجي خصوصاً في الاقتصادات المتقدمة التي تملك أسواقاً مالية متطورة، فالحكومة تلجأ الى اقتراض من الأفراد والمؤسسات المالية والمصرفية والبنك المركزي لتمويل عجز الموازنة، الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة قوية ما بين سياسة العجز الحكومي والسوق المالية، وتستمد هذه العلاقة قوتها من خلال ما توفره السوق من مرونة عالية لتمويل احتياطيات القطاع الخاص، وعليه فإن السلطة المالية تستطيع التحرك بحرية في تطبيق سياسة العجز المالي، ومن ثم التأثير في المتغيرات الاقتصادية الكلية عن طريق الاستخدام الملائم للأدوات المالية التي توفرها السوق المالية[1].

ولعل أفضل قناة لتطبيق السياسة المالية الكلية هي الأسواق المالية، إذ تستطيع الحكومة أن تحقق أثاراً مرغوبة او مطلوبة في حجم النشاط الاقتصادي عن طريق التغيير في السياسة الانفاقية او في الضريبية أو في كليهما، فمدلولات السياسة المالية تظهر واضحة من خلال ممارسة الحكومة دورها في التأثير عن طريق الاقتراض الحكومي من جهة واستعمال الحكومة للنقود الحاصلة من فائض الضرائب من جهة أخرى، ففي حالة وجود العجز فإن الحكومة سوف تضطر إلى

(1) عفراء هادي سعيد، البنك المركزي والاقتراض الحكومي، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2004، 50.

اقتراض أموال كافية لتغطية العجز المذكور، إذ تقترض الحكومة إما من البنك المركزي أو من البنوك التجارية أو من الأفراد على النحو الذي سبقت الإشارة اليه في مواضع كثيرة، ومن خلال إصدار السندات الحكومية بمختلف أنواعها وطرحها في السوق المالية للتداول، ولقد ساعد في هذه سياسة والتي تتبع من لدن معظم الاقتصاديات المتقدمة لوجود وتطور سوق الأوراق المالية الحكومية، إذ تعد هذه السوق أحد المنافذ الرئيسة لتمويل النفقات الحكومية ولاسيما حينما تعجز الإيرادات العامة عن تغطية تلك النفقات، الأمر الذي تستطيع معه الحكومة إصدار العديد من الأوراق المالية (السندات الحكومية) المختلفة الآجال[1].

وتترك سياسة العجز المالي أثار بالغة الأهمية في الاقتصاد في النظامين المالي والنقدي وبخاصة (عرض النقود)، إذ باتت سياسة العجز من أبرز الوسائل التي تستخدمها السلطة المالية لاستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدلات النمو الاقتصادي، وكذلك أصبحت تستخدم بفاعلية عالية في حل الأزمات والاضطرابات الاقتصادية في الاقتصادات المتقدمة، وصار هذا العجز صفة ملازمة للإقتصادات الرأسمالية، وتمارس هذه السياسة تأثيرها في السوق المالية عن طريق زيادة عرض السندات الحكومية أو عن طريق التأثير في هيكل أسعار الفائدة، فإصدار السندات الحكومية كوسيلة لتمويل العجز للاكتتاب من خلال السوق المالية سيعكس في زيادة في عرض السندات الحكومية، ومن ثم انخفاض أسعارها والذي بدوره يشكل حافزاً للمستثمرين والمضاربين لاقتنائها، وذلك لأن هذا النوع من الاستثمار يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر، إذ يطلق عليه في أحيان كثيرة أي على السندات الحكومية سندات معدومة المخاطرة Risk Free[2].

---

(1) للمزيد ينظر:-

-د.عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 47-43.

-د.عبد المنعم السيد علي و د.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 387-388.

(2) للمزيد ينظر:

إما فيما يتعلق بإتباع سياسة العجز في السوق من خلال هيكل أسعار الفائدة، فإن استمرار الحكومة بضخ كميات كبيرة من السندات الحكومية في السوق سيعكس على انخفاض أسعارها، وبما إن العلاقة ما بين سعر السند وسعر الفائدة علاقة عكسية، فإن هذا سيؤدي إلى ارتفاع الفائدة في السوق والذي بدوره يمارس تأثيره في مجمل عمليات السوق المالية من خلال تأثيره في أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، ويمكن أن ينتقل أثر التغيير هذا إلى كلفة وحجمه الائتمان والاقتراض المصرفي، وكذلك إلى عملية تكييف المحفظة الاستثمارية وعملية إعادة توزيعها[1].

إما في حالة وجود فائض في الميزانية الناجمة عن الفائض الضريبي، فإن أثر ذلك يعتمد في جزءاً منه على كيفية استعمال هذا الفائض، وبما ان الضرائب تفوق النفقات فإن تحويل الفائض ينطوي في العادة على إطفاء جزء من الدين الحكومي العام من خلال دخول الحكومة كمشتر لسنداتها في السوق المالية، ومن المفيد بأن نشير أيضاً إلى إن العلاقة ما بين سياسة العجز أو الفائض في الميزانية لا يسير في اتجاه واحد وإنما في اتجاهين بمعنى إن هناك علاقة قوية تبادلية بينهما، فالسوق المالية تعمل على تسيير عمل السلطة المالية في تطبيق سياستها المالية من خلال ما توفره هذه السوق من إمكانية وسهولة في عملية الاقراض والاقتراض لتمويل الموازنة الحكومية.

=

- د.منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، 44-24.

(1) للمزيد ينظر:

- د.حسين علي خربوش وآخرون، إدارة المحفظة الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، 68-64.

2

الفصل الثاني

# الفصل الثاني

## السوق المالية

## (تركيبها البنيوي – أهم مؤشراتها – كفاءتها)

المبحث الأول:- التركيب البنيوي للأسواق المالية.

المبحث الثاني:- المؤشرات الرئيسة لأداء سوق الاوراق المالية وطرائق بنائها.

المبحث الثالث:- السوق المالية الكفوء والمحفظة الاستثمارية.

# الفصل الثاني

# السوق المالية

# (تركيبها البنيوي - أهم مؤشراتها - كفاءتها)

**تمهيد**

استحوذت قضية إرساء اسس الأسواق المالية وتطويرها على اهتمام واسع في السنوات القليلة الماضية من لدن صانعي السياسات الاقتصادية والمؤسسات المالية الدولية والإقليمية، وقد جاء ذلك بصورة رئيسة انعكاساً لما خلفته الأزمات المالية التي تعرضت لها عدد من الاقتصادات الناشئة، مما أبرز أهمية تطوير قطاع هيكل التمويل المحلي، والدور الكبير الذي يمكن أن تلعبه أسواق نشطة وكفوءة للأسواق المالية في هذا الصدد، ولذلك سعت السلطات في العديد من الاقتصادات وخصوصاً الناشئة منها إلى تبني استراتجيات وبرامج عمل لتطوير أسواق الأوراق المالية على نحو خاص.

وتمثل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، إذ تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتدعيم أهداف السياسات المالية والنقدية من خلال ما تتمتع به هذه الأسواق من أهمية خاصة، ونظراً لما تزاوله من نشاط، فهي بمنزلة المرآة العاكسة للنظم والسياسات الاقتصادية في أي بلد.

ولا شك إن للأسواق المالية دوراً مهماً في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، بالإضافة إلى إنها تمثل أحد المصادر المهمة لتوفير الاستثمار للقطاعات الاقتصادية المختلفة التي توجد بها سيولة غير مستغلة، كذلك لها أهميتها الحيوية لتمويل القطاعات التي تواجه عجزاً في سيولتها النقدية، لذا تظهر أهمية سبل تنمية

هذا السوق كآلية تستهدف خلق روافد مستمرة من التدفقات النقدية اللازمة لتلبية الاحتياجات المالية للمشاريع الإنتاجية المختلفة عبر قنوات تتنوع أشكالها وأنواعها وأنماطها.

وهكذا تبدو العلاقة المتبادلة ما بين كل من السوق المالية ومستوى النشاط الاقتصادي، طالما إن تطور النشاط الاقتصادي يرتبط وبشكل وثيق بوجود سوق مالي مزدهر ومتطور، مما يعني إنه كلما كان النظام المالي للبلد متطوراً أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه، فالسوق المالية من شأنه أن يزيد من معدلات النمو الاقتصادي، ومع تزايد معدلات النمو هذه يزداد الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة إلى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال، وفي الوقت نفسه فإن تنويع النشاط يسهل وجود سوق مالي كفوء ونشط.

وبناءً على ما تقدم تظهر الحاجة الى نظرة عامة على هيكل السوق المالية وعملها، لذا فقد تم تخصيص هذا الفصل لعرض صورة مفصلة عن الأسواق المالية من خلال وصف أهم المؤشرات المكونة لها، وذلك من خلال المباحث المكونة لهذا الفصل.

## المبحث الأول:- التركيب البنيوي للأسواق المالية

### المطلب الأول:- نشأة الاسواق المالية ومفهومها

### أولاً:- نشأة السوق المالية وتطورها

**The Emergence and Development of the Financial Market**

إن تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا إن نشوء هذه السوق وتطورها جاء انعكاسا للظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة وإنما كان لمقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكر الإنسان باستغلال مدخراته، وساعد في ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات

الفوائض المالية إذ سعت تلك الشركات الى استثمار تلك الفوائض من خلال تلك الأسواق.

فمنذ حوالي (4000) عام قبل الميلاد عرفت حضارة وادي الرافدين أقدم أشكال التمويل والصيرفة من خلال شريعة حمورابي التي تضمنت مواد قانونية لتنظيم التجارة وأعمال الصيرفة، بعد أن تطور التجارة وظهرت أشكال من التعامل المالي والنقدي ومن أهمها بيوت المال وعمليات الاقتراض والتمويل وتسوية المدفوعات وغيرها من أعمال الصيرفة.

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد بالتحديد عام (527) وأطلقوا عليها (Cllegia-Mercatorum)، إذ شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المالية المعاصرة، فهي تشبه إلى حد كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر[1].

الجدير بالذكر إن فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية أدم سميث في العمل، وتعتمد هذه الفكرة على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج، الأمر الذي تترتب عليه علاقة وثيقة بين حجم السوق وحجم الإنتاج، انعكست هذه العلاقة بالمحصلة النهائية على التطورات المالية وبصفة خاصة على الأوراق المالية، مما تترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أطلق عليه سوق الأوراق المالية[2].

وتشير الشواهد التاريخية إن أول بورصة (Bourse)[*] أنشأت في مدينة أنفرس البلجيكية عام (1576) ثم في أمستردام في هولندا عام (1608)، ثم في لندن

---

(1) د.حسن النجفي، سوق الأوراق المالية، شركة الاعتدال للطباعة والنشر والتوزيع، بغداد، 1992، 11.

(2) للمزيد ينظر:-

- د.حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحفظة الاستثمارية، مصدر سابق، 176-175.

(*) يعود أصل كلمة بورصة (Bourse) إلى مصدرين أساسيين هما:-

عام (1666)، وبعدها في مدينة باريس عام (1808)، ثم تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك عام (1892)، وقد كان لانتشار الشركات المساهمة خلال تلك المدة إقبال الحكومات على الاقتراض وخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، الأثر الاهم في ظهور بورصات الأوراق المالية (Securities Stock Exchanges) بعد أن كانت معظم تلك التعاملات تتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق كما في الدول الكبرى كفرنسا وإنكلترا وأمريكا، إلى أن استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة تسمى الآن بورصات الأوراق المالية[1] .

ففي فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية بموجب أمر ملكي، وفي إنكلترا استقرت بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر والقرن العشرين في مبنى خاص أطلق عليه (Royal Exchange)، في حين تم إنشاء أول بورصة في أمريكا عام (1892) وذلك في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه

=

- اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه (فان دي بورص) (Ven Den Bourse) والذي كان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (BRUGES)، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك فإن لفظ بورصة جاءت منسوبة إلى اسم الشخص الذي كان يجتمع عنده التجار لإتمام عمليات البيع والشراء سواء البضائع أو بيع العملات المختلفة.
- فندق في مدينة بروج كان يزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس (Thirds Bourses) إذ كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظة البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالبيع والشراء، للمزيد من ذلك ينظر:-
- د.صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة (دراسات نظرية وتطبيقية)، مكتب دار الأداب الإمارات، 1998، 119-120 .

(1) للمزيد ينظر:-

محمد أدم، أسواق الأوراق المالية واقتصاديات الدول النامية، مجلة النبأ، العدد/59، المستقبل للطباعة والنشر، بيروت، 2001، 104-105.

المعاملات والتي أطلق عليها وول ستريت (Wall Street)[*]، ومع نهاية القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين وظهور الأوراق المالية (Securities)، وازدياد اصدار وتداول تلك الأوراق كان لابد من قيام سوق لتأمين التعامل في بورصة الاوراق المالية (Stock Exchange) ظهرت سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات، وتتحدد فيها الأسعار وفقاً للعرض والطلب، إذ يتم فيها التداول بصورتين هما:-[1]

- عمليات عاجلة حيث تتم تصفية العملية مباشرة ويتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري.
- عمليات آجلة ويتم عقدها مباشرة، الا إن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

مما تقدم نجد أن التطور الاقتصادي لأي بلد كان لا بد أن يصاحبه تطوراً مالياً موازياً له في شكله وقوته، لذا يمكن القول عموماً إن فكرة الأسواق المالية ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للبلد وهي:[2]

المرحلة الأولى/ تتميز بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصيرفة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

المرحلة الثانية/ تمتاز ببداية ظهور البنوك المركزية وسيطرتها على البنوك التجارية بعد إن كانت المرحلة الأولى تمتاز بحرية اقتصادية مطلقة.

---

(*) سمي ذلك المكان بشارع الحائط (Wall Street) نسبة إلى الحائط الذي بناه الهولنديين آنذاك لحماية قطعانهم إذ كان يتجمع خلفه المستوردون الهولنديون للعناية بقطعانهم من الأبقار والذي شهد بعد ذلك اهتماماً وتركيزاً سياسياً و اقتصادياً كبيراً للمزيد ينظر:-

- د.محمد صالح جبر، الاستثمار بالاسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مطبعة الخليج للطباعة والنشر الكويت، 67-68، 1982.

(1) د.صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، مصدر سابق، 120.

(2) محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى عمان، 2000، 17-19.

المرحلة الثالثة/ مرحلة ظهور البنوك المتخصصة في الاقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية).

المرحلة الرابعة/ مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية، فوجود سوق نقدي متطور يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تجري فيها، إذ إن الاهتمام بسعر الفائدة وازدياد إصدار سندات الخزانة لمدد متوسطة وطويلة الأجل، كما زاد نشاط الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهي بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالي.

المرحلة الخامسة/ وهي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية بالأسواق المالية الدولية، بحيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي داخل البلد وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيه.

**ثانياً:- مفهوم السوق المالية The Concept Of Financial Market**

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالسوق بالمعنى الشامل يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني إن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد (ولو إن المكان يزيد من كفاءة السوق وفعاليته)، بل يكفي لنشوئه تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري، لذا يمكن مناقشة تعاريف متعددة للسوق المالية خصوصاً بعد أن اتسع مفهوم أسواق المال ليشمل جميع القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف قطاعات ومؤسسات المجتمع وافراده.

وتعرف الاسواق المالية (بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة لأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة)[1]

(1) د.أرشد فؤاد التميمي ود.أسامة سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، 110.

في حين يعرفها اخرون بأنها (سوق مستمرة وثابتة في المكان الذي تقام فيه مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسرة للتعامل بالأوراق المالية وفقاً لنظام ثابت ولوائح محددة، وتتسم الاسواق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الرواج وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب والعرض شأنه في ذلك شأن أية سلعة أخرى)[1].

ويرى فردريك مشكن بأنها عبارة عن المجال التنظيمي والفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني من عجزاً في هذه الأموال[2].

وتعرف أيضاً (بأنها سوق تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها، إذ يجتمع فيها المتعاملون بالأوراق المالية في أوقات محددة، وتحكم هذا السوق مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرائق التبادل القانوني، ويقوم فيها مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء من عملائهم، وتعلن بداخلها أسعار الأوراق المالية بنظام المزايدة التي تتم على مرأى ومسمع جميع الحاضرين، وتزود الأسواق المالية بأحدث الأجهزة والوسائل الالكترونية في مجمل الاتصالات السريعة)[3].

وتعرف أيضاً بأنها (عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشترين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع

(1) د.صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة، مصدر سابق،128.

(2) Frederic S. Mishkin, The Economic of Money, Banking and Financial Market, Sixth Edition, Addison-Wesley, U.S.A, 2001, page 3.

(3) د.أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 24، 1998.

والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إما داخل السوق أو خارجه باستخدام شبكات ووسائل الاتصال الفعالة[1].

وبالإضافة إلى مفهوم الأسواق المالية وفقاً للنظرية الاقتصادية فإنه يمكن تعريف السوق المالية وفقاً للقانون، إذ ينص قانون البورصة على عدها (البورصة) شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون لها أهلية التقاضي، وهي تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب للحكومة يتواجد في السوق، وتكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وحضور جميع اجتماعات لجان السوق المختلفة وله حق الاعتراض على قراراتها، إذا صدرت مخالفة للقوانين أو اللوائح أو الصالح العام[2].

وبناءً على التعريفات الآنفة الذكر يرى الباحث إن السوق المالي هو عبارة عن الإطار التنظيمي والفني والقانوني الذي يتم من خلاله تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوزيعه في مجالات النشاط التي تعطي له عائداً أكبر، وفي الوقت نفسه تؤمن احتياجات المشروعات من الأموال وتوفير السيولة المناسبة لها وفي توفير مجالات مناسبة لتوظيف تلك الفوائض المالية، ووفقاً للرغبات والاحتياجات الخاصة لكل فرد أو للسياسة الاستثمارية الخاصة لكل شركة أو مشروع، فالأسواق المالية إذا هي الساحة التي يلتقي فيها المقترضون والمقرضون المحتملون ويتفقون فيها على العقود المنظمة لتحويل الأموال واستخدامها وتداولها، بعبارة أخرى تعبئة المدخرات أي تجميع المدخرات من المودعين وتكوين رأس المال المناسب والقابل للاستثمار متمثلة بقوى العرض، وتوجيه المدخرات إلى الاستثمارات من خلال منح التمويل المناسب للمستثمرين متمثلة بقوى الطلب بالشكل الذي يؤدي من خلال تفاعلهما العرض والطلب إلى تحديد الأسعار

(1) حسان خضير، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، معهد التخطيط العربي، الكويت، 3، 2004.

(2) د.صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، الإشعاع الفنية للطباعة، الإسكندرية، 2000، 12.

العادلة لها والتي يتم بها التعامل بيعاً وشراءً وهي بذلك تعد بمثابة مقياس لدرجة حرارة الاقتصاد.

المطلب الثاني:- الوظائف الرئيسة للأسواق المالية

**The Main Functions of The Stock Market**

إن وجود سوق المال يعد أداة مهمة لتوفير المال وتقديمه للأنشطة المختلفة، خصوصاً إن المال هو عصب الحياة لأي منظمة أعمال بوصفه المحرك الأساسي للوظائف والمهام داخل هذه المنظمة، فالسوق المالي مقياس يكشف عن حركة الاستثمار والادخار، فالوحدات التي تقوم بالادخار بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات أكثر فائدة وطموحاً وفي الوقت نفسه فإن الوحدات المنتجة بحاجة دائماً إلى المصادر المالية التي تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية، ومن هنا يمكن تحديد الوظائف أو المهام الاقتصادية لسوق الأوراق المالية على النحو الآتي:-

أولاً:- تعبئة الادخارات: **Loanable Funds**

تتضح أهمية الأسواق المالية في العمل كونها حلقة وصل ما بين الادخار والاستثمار، فالسوق المالي تمثل القناة التي يتم من خلالها التمويل من الوحدات التي تحقق فائضاً (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني عجزاً ( Deficient Units) (ومثلما موضح في الشكل رقم (13)) إذ تسهم بورصة الأوراق المالية في تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية من خلال تزويد السوق بالسيولة بشكل مستمر عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر قدراً غير قليل من الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، إذ تلعب السوق دوراً مهماً في تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً (تنمية عادة الادخار الاستثماري)، فالسوق المالي يسهم بتزويد المتعاملين معه بالمعلومات الأساسية الكافية ذات الكلفة الزهيدة للغاية، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب

الأسعار، وفي الوقت نفسه يقلل من أعباء تكاليف المعلومات، والذي يسهم في تشجيع الأفراد للادخار والاستثمار في آن واحد[1].

وهكذا فإن الدور الرئيس الذي تلعبه السوق المالية يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض أو القطاعات المدخرة التي ترغب استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال، وهي بذلك تعد وسيطاً جيداً في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والأفراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان متوسط وطويل الأجل بالمستوى المطلوب لأسباب كثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم ومخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة.....الخ[2].

---

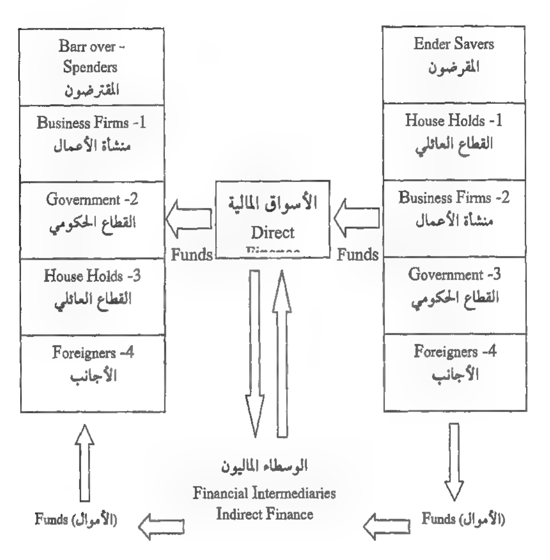
(1) للمزيد ينظر:-

د.عبد الغفار حنفي و د.رسمية قرياقص، الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2005، 5-6 .

(2) د.جميل سالم الزيدانيين، أساسيات في الجهاز المالي (المنظور العلمي)، الطبعة الأولى، دار وائل لطباعة النشر، عمان، 1999، 211.

شكل (13)

التدفقات الناشئة عن الادخار والاستثمار




Source: Frederics S. Mishkin, The Economics of Money, Banking and Financial Markets, Sixth Edition, Addison – Wesley, U.S.A, 2001, Page 21.

**ثانياً:- مخزن للثروة Wealth Storage**

يظهر دور الأسواق المالية بتوفير إشكال أخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الأوراق المالية المتعامل بها في تلك الأسواق (الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة)، على الرغم من إن النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد أفضل مستودع للقيمة أو أفضل شكل من اشكال الاحتفاظ بالثروة، وتعمل الاسوق المالية بدور مخزن أو مستودع للقيمة أو الثروة، طالما إن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس معايير عدة منها (الربح والأمان) لضمان زيادة الثروة فهي (الأوراق المالية) تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقدياً يساوي قيمة الثروة (W) مضروباً في نسبة العائد عليها (r) إذ إن:-[1]

$$Y=W.r$$

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الاستهلاك والادخار، إذ يشكل الادخار عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية أي إن:-

$$Y=C+S$$

فضلاً عن ذلك فإن الأوراق المالية التي توفرها تلك الأسواق تتسم بكونها لا تتعرض للاندثار (Depreciation) وفي الوقت نفسه فإن مخاطرها تعد أقل من مخاطر الأشكال الأخرى للادخار أو الاحتفاظ بالثروة.

**ثالثاً:- توفير السيولة Liquidity**

(تقوم السوق المالية بوظائف أخرى مساعدة ومكملة لوظائف النقود، فإحدى وظائف النقود هي استخدامها أداة للدفع الحالي والآجل، والأسواق المالية هي التي بواسطتها تقوم النقود بهذه الوظائف، فالشيكات التي تستخدم وسيلة للدفع يتم التعامل بها وتصفيتها من خلال المصارف العاملة في الأسواق المالية،

(1) Matthias Doeplce & Martin Schneider, Inflation and Redistribution of Nominal Wealth, Center for Economic Policy Research, New York, un, 2006, page 1.

والقروض التي تمنح من لدن المصارف هي جزء من قرض الائتمان الذي توفره الأسواق المالية)[1].

ومثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها فإنها في الوقت نفسه توفر الفرص لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة أكبر وبسرعة مع انخفاض تكلفة التحويل، وهكذا فإن السوق المالية توفر للمدخرين فرصتين هما (فرصة الحصول على السيولة وفرصة العائد في آن واحد).

رابعاً:- تحويل الخطر وتحويل الانتظار Transfer of Risk and Waiting

من أكثر الوظائف الاقتصادية للسوق المالية أهمية، هي توفير الحماية للعديد من الاعمال ازاء المخاطر المالية (Financial Risk)، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات المساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية تضم أوراقاً مالية متنوعة لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة، مما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، (فضلاً عن ذلك يتاح للأسواق المالية فرصة توفير الحماية من أنواع عدة من المخاطر (Risk Reduction) من خلال توفير خدمات التأمين على الحياة والصحة والممتلكات أو من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية وشرائها لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات نفسها والتي يطلق عليها عملية التحوط)[2]،

---

(1) د.عبد المنعم السيد علي ود.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 69.

(2) د.عبد المنعم السيد علي ود.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 70.

إما وظيفة تحويل الانتظار فتستمد أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر لتحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها وبالعكس[1].

خامساً:- العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية

وهي من الوظائف الأساسية والمهمة التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى فيجب أن لاتوفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً أن يكون السعر الذي يبيع فيه مناسباً لاستثماراته وبالتالي فإن للسوق دور في تحقيق عدالة الأسعار، وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معاً، فهي بما لديها من أجهزة وامكانات واتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة التي تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطراً بخسارة، فعملية البيع والشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية، لتوافر شروط السوق الكاملة بها، وتطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب، وبذلك يمكن الوقوف عند الأسعار الحقيقية والقيم النسبية لكل منهما[2].

سادساً:- السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية

تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعد المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فإن الأسعار التي

---

(1) Tahsin Saadi &Matrin Petri, The Jordan Stock Market should you investment it for Risk Diversification or Performance, IMF, working paper, 2006, Page 2-4.

(2) للمزيد في ذلك ينظر:-

د.محمد صالح الحناوي ود.جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2005، 28-29.

يتم التعامل بها تبنى على أساس السعر العام العائد من المبالغ المستثمرة، وبالتالي فإن تقلب الأسعار في الاسواق المالية وتواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات ومدى أخفاقها، وبهذا فإن السوق المالي تعد البارومير الذي يقاس به النجاح أو الاخفاق ومن ثم يتجه الأفراد بأموالهم صوب المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها[1].

سابعاً:- المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي Economic Stability

تعد السوق المالية القناة الرئيسة لتنفيذ السياسات الاقتصادية في اقتصاد حديث، إذ تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياستها النقدية والمالية أن تحقق أهداف الاقتصاد الكلية وخصوصاً حالة الاستقرار النقدي والمالي، إذ إن وجود مثل هذه الأسواق يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية وعلى وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تنفيذ أفضل لهذه السياسات، في ضوء ما يمثله منحنى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة التأثير في مستويات الإقراض والاقتراض ومعدلات التضخم المستقبلية وهي بذلك تلعب دوراً حيوياً في تحقيق الاستقرار المالي وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي، وبالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي[2].

ومما تقدم يتبين أهمية وجود الاسواق المالية، فهي في الواقع تؤدي وظيفة اقتصادية عامة لكل المنشآت المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين في تلك الأوراق بالإضافة إلى الوظائف الانفة الذكر تبرز أهمية الاسواق المالية في الاقتصاد القومي من خلال الأدوار المتعددة الأوجه والجوانب التي تقوم بها، والشكل (14) يوضح تلك الاهمية.

---

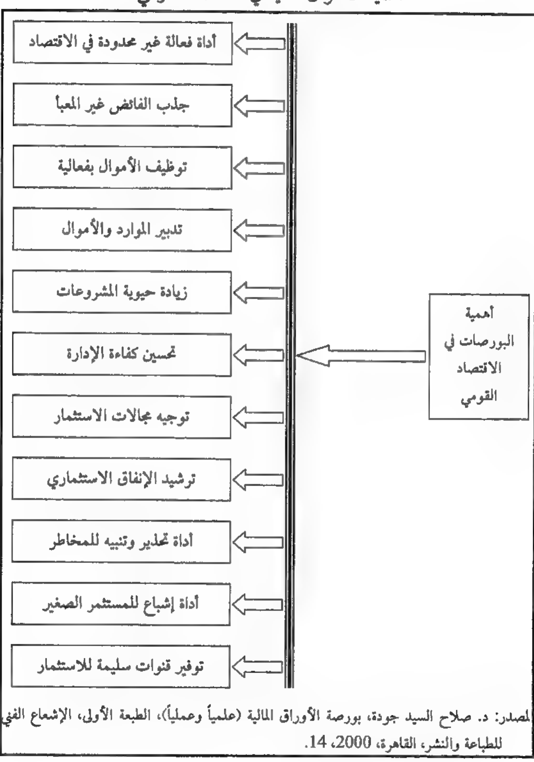
(1) د.عبد الغفار حنفي ود.رسمية قرياقص، أسواق المال (بنوك تجارية- شركات التأمين- شركات استثمار) الدار الجامعية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2002، 273.

- Ross L. Evine, Wvine, Stock Markets: Aspur Economic Growth, IMF, Working paper, 1996, Page 5.

(2) محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2004، 9.

شكل (14)

أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد القومي




المصدر: د. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علمياً وعملياً)، الطبعة الأولى، الإشعاع الفني للطباعة والنشر، القاهرة، 2000، 14.

المطلب الثالث:- الأركان الرئيسة للأسواق المالية

**Participants of Financial Markets**

تتضمن الأسواق المالية ثلاثة أركان رئيسة وهم المستثمرون (المقرضون) والمقصود بهم الأفراد والمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية ومكاتب الوساطة وشركات الاستثمار......الخ، والذين يوجد لديهم مدخرات نقدية تزيد عن احتياجاتهم يرغبون في استثمارها لغرض الحصول على عوائد مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر لتلك الفرص، والمقترضون أو المصدرون ويقصد بهم هنا مجموعة الأفراد والمؤسسات المالية كشركات الاستثمار وشركات الوساطة المالية والهيئات الحكومية كالبنك المركزي ووزارة الخزانة من ذوي الحاجة إلى الائتمان، والركن الأخير للسوق وهم الوسطاء (الوكلاء) الذين ينحصر دورهم بالتوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) والمشتري (مستثمر الورقة المالية) وعادة ما يكون هؤلاء الوسطاء أشخاصاً أو شركات[1].

إن إنشاء الاسواق المالية يتطلب وجود هذه الأركان الرئيسة التي بدورها تتضمن مجموعة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء والشركات التجارية والأفراد (المدخرين والمستثمرين) السابق ذكرهم، إذ تشكل تلك المجموعات الركائز الأساسية لهذه السوق، فتطور هذه الركائز يعني تطور السوق المالية وازدهارها، طالما إن هذه المؤسسات المتعاملة في السوق مجتمعة تلعب دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها، وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني، ومن أهم الأطراف المتعاملة في الاسواق المالية:-

(1) للمزيد ينظر:-
د.جميل سالم الزيدانيين، أساسيات في الجهاز المصرفي، مصدر سابق، 213-217.

أولاً:- الوحدات الاستهلاكية (القطاع الاستهلاكي) Consumer Sector

يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق المالي في اتجاهين، الاتجاه الأول تعد هذه الوحدات مصدراً مهماً من مصادر الادخار، والاتجاه الثاني تعد مستخدماً أو مقترضاً للأموال لأغراض الاستهلاك، فهي تنفق على شراء سلع وخدمات للاستهلاك الجاري من دخلها الجاري ولكنها تقترض لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك الدائم كالسيارات والأجهزة المنزلية والأثاث...الخ، أو لغرض تمويل استثماراتها في الأبنية السكنية، في حين تكون مصدر للادخار عندما تقوم تلك الوحدات باستلام عوائد عناصر الإنتاج المختلفة التي تسمى عموماً بالدخل والذي أما أن ينفق لأغراض استهلاكية أو يدخر، فالجزء المدخر هنا يمثل مصدراً من مصادر الادخار الذي قد تشارك فيه هذه الوحدات في السوق المالية.

ثانياً:- الوحدات الإنتاجية (قطاع الإنتاج غير المالي) Production Sector

الوحدات الإنتاجية هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية (Capital goods) التي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى، وفي كلتا الحالتين (إنتاج السلع والخدمات والسلع الرأسمالية) تحتاج هذه الوحدات الكبيرة لمصادر مالية لتمويل استثماراتها في الأبنية والمعدات والمكائن أو لتمويل مشترياتها من المواد الأولية الوسيطة التي تحتاجها العملية الإنتاجية، كذلك فهي تعد مصدراً من مصادر الادخار ولكن ليس بالأهمية التي تحتلها الوحدات الاستهلاكية في هذا المجال، وهكذا فإن الوحدات الإنتاجية تحتاج الدخول إلى سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدراً للادخار[1].

(1) د.عبد المنعم السيد علي ود.سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 72.

### ثالثاً:- الوسطاء الماليون (القطاع المالي) المؤسسات المالية

**Financial Institutions or Financial Sector**

تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة المالية في الأسواق المالية، لا بل تعد مصدراً في خلق التعاملات وانتقال الأرصدة بين الأطراف المتعاملة في السوق، وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة حسب طبيعة أدواتها، ولذلك لا يوجد شكل واحد لهذه المؤسسات، بل إن التطورات الاقتصادية في السوق المالي انعكست على طبيعة التخصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات المهمة من الاقتصادات المعاصرة، كما انعكس هذا التطور على الحصة النسبية التي تشغلها كل مجموعة مؤسسية منها في السوق، وللمؤسسات المالية القدرة على خلق الالتزامات ومنح حق الاخرين من خلال بيع أصول مالية، مقابل موارد مالية سائلة تستخدمها في شراء أصول مالية من الغير، ويمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في ميدان الوساطة المالية إلى المجموعات الرئيسية الآتية:-

**1- مؤسسات الإيداع:-**

وهي مؤسسات (خاصة وعامة) وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة من الوحدات الاقتصادية (أفراد وشركات) وتقدم تسهيلات ائتمانية إلى تلك الوحدات، وفي الوقت نفسه تسهم عبر آلية خلق الودائع واشتقاقها في التأثير في العرض النقدي وتشمل[1]:-

(1) د. محمود محمد الداغر، الاسواق المالية (مؤسسات – أوراق – بورصات)، الطبعة الاولى، دار الشروق للطباعة والنشر، عمان، 2005، 48.

أ- البنوك التجارية Commercial Banks:

أخذت البنوك التجارية تلعب دور الوسيط في السوق المالي من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها وجنيها الأرباح مقابل عمولة، كما عملت على شراء الأوراق المالية وبيعها لحسابها الخاص، فهي تعمل على تنمية الادخارات وتوجيهها لحو الاستثمارات، من خلال السوق النقدي والمالي وعبر توظيفها للأموال ومنح القروض وإصدار شهادات الإيداع والقبولات المصرفية وتقديم الخدمات الاستشارية للعملاء وتحصيل الأوراق التجارية، إضافة إلى بيع العملات الأجنبية وشرائها.

ب- مؤسسات الادخار والإقراض Saving and Loan Associations:

وهي مؤسسات تعبوء مواردها عن طريق الودائع المختلفة وبخاصة الادخارية منها وتستخدم مواردها في سوق الرهن Mortgage وبخاصة العقارية، ولقد أدى تطور هذه المؤسسات إلى دخولها الإقراض الاستهلاكي قصير الأجل والتعامل بالودائع تحت الطلب لتقترب بذلك من المصارف التجارية.

ج- مصارف الادخار ووحدات الائتمان Saving Bank & Credit Units:

وهي مؤسسات أيداعية صغيرة تستقبل الإيداعات من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات معينة، فهي تقترب من نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض ولكن هيكلها يشبه تنظيم التعاونيات.

2- المؤسسات التعاقدية أو المؤسسات غير الودائعية

Contractual Institutions or Non-Depository Institutions

وهي مؤسسات لا ودائعية الأساس في مواردها التعاقد ضمن مدد محددة ومعروفة نسبياً مقارنة بالودائع ومثل هذا النوع من الخصوم (الموارد) يتيح لهذه

المؤسسات فرصة الاستثمار طويل الأجل نسبياً، لذلك فإن أصولها طويلة الأجل، وكذلك تتمتع بتأمين أكبر ضد المخاطر وتشمل:-[1]

أ- شركات التأمين:

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في سوقي رأس المال و النقدي.

ب- صناديق التقاعد:

هي صناديق لها استقلالها الإداري والمالي بصفتها مؤسسات استثمارية حكومية تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية، وتقوم هذه المؤسسات بجمع مبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة.

3- مؤسسات الاستثمار Investment Companies:-

وهي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الأفراد والاستثمار في الأسهم والسندات ومن أمثلتها:-[2]

أ- شركات الاستثمار Investment Companies:

تقوم هذه الشركات بتجميع الموارد من خلال إصدار الأوراق التجارية وبيعها (الأسهم والسندات) وتقديم القروض للمستهلك، فضلاً عن تقديمها القروض لمنشأة الأعمال الصغيرة.

---

(1)

- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1999، 199.

- David S.kidwell & Richard L. Peterson Financial Institutions, op-cit, page 31-32.

(2) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 44.

ب- صناديق الاستثمار المشتركة Mutual Investment Funds:

تقوم هذه المؤسسات بتعبئة مواردها من خلال بيعها وشرائها الأوراق المالية (أسهم وسندات) وهي تساعد على تخفيض المخاطر من خلال سياسة تنويع محفظة الأصول المالية، وتتلخص فكرة صناديق الاستثمار عن وجود شركة استثمارية معينة يلجأ إليها الأفراد المستثمرون كونها تقوم بتجميع أموالهم لأغراض استثماراها في سوق الأوراق المالية، وعادة ما يلجأ إليها الأفراد وصغار المدخرين لذلك، لما تتميز به من (التنويع و الإدارة الكفوءة و السيولة)[1]

ج- صناديق سوق النقد Money Market Funds:

وهي شكل من أشكال الصناديق المشتركة ولكنها أقرب إلى مؤسسات الإيداع نسبياً، فهي تبيع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم الموارد المجتمعة في شراء أوراق سوق النقد (قصير الأجل) ذات السيولة المرتفعة والمخاطر المنخفضة والفائدة المتحققة هي الأساس في رفع عائد حاملي أسهمها ويمكن استخدام الصكوك للتسديد مقابل قيمة الأسهم.

د- شركات الرهن وتجمع الاستثمار العقاري:

وهي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار، إذ تتعامل الأولى (شركات الرهن) على تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجمعات الأعمال والسكن، بينما تتعامل الثانية بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان.

4- مؤسسات سوق الأوراق المالية Securities Market Institutions:-

على الرغم من إن هذه المؤسسات لا تمارس دور الوساطة في تعبئة الموارد أو إصدار التزامات مباشرة، الا إنها تمارس دوراً مهماً في التوسع المالي بين وحدات العجز والفائض، وتشمل:-[2]

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم- سندات- وثائق استثمارية- خيارات) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، 374.

(2) د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، جامعة سانت كلميز (St. dements)، 15، 2006، حسب ما ورد في البريد الإلكتروني:- stclements lectures @ yahoo.com.

أ- بنكير الاستثمار (صيرفي الاستثمار) **Investment Banker:**

وهي مؤسسات لا تمارس قبول الودائع أو الإقراض وإنما ينشأ دورها المهم في سوق الأوراق المالية من خلال تقديم المساعدات للوحدات الاقتصادية (منشآت – أفراد) لأجل تسويقها أو بيع أوراقها المالية مستعينة بخبرتها في البورصة وتأخذ المساعدة الأشكال الآتية:-

- تقديم النصح للوحدات الاقتصادية بخصوص إصدار أسهم أو سندات للتمويل (وظيفة استشارية) من حيث إدارة الإصدار وتقديم دراسة لحالة السوق وتحليل المركز المالي للوحدة الاقتصادية وتوقيت الإصدار وسعره المناسب فضلاً عن التوزيعات المناسبة للإصدار.
- وظيفة التعهد (Under writing) وذلك بتغطية الإصدار وعمل المخاطر.
- تسويق الأوراق المالية المصدرة والقيام بحملة الإعلانات والاتصالات بالمستثمرين المثلين في السوق مثل المصارف.

ب- السماسرة وتجار الأوراق المالية **Brokers and Dealers:**

السمسار مجرد وسيط في البورصة ويعمل وكيلاً (Agent) للمستثمر عند البيع والشراء للأوراق المالية في السوق القانونية، وبناء على أوامر من المستثمرين مقابل عمولة يحصل عليها السمسار[1].

أما التاجر فيقابل البائع بالمشتري للورقة المالية من كونه مستعداً لشراء أو بيع أوراق عند سعر معين، لذلك فإن التاجر يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية لأجل بيعها للمستثمرين، وقد يكون متخصصاً في أوراق معينة أو شاملاً وهو بذلك يتحمل المخاطر التي تصيب تقلب الورقة المالية على عكس السمسار، ويحصل الوسيط التاجر على الفرق بين سعر شراء الورقة المالية ( Bid price) وسعر البيع

---

(1) للمزيد ينظر:-

د. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي والمالي)، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 1998، 130 – 132.

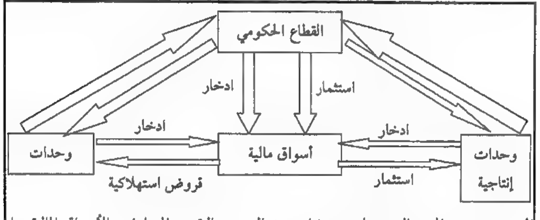
(The Ask Price) لهذا فهو يشتري ويبيع لحساب انتظار تلبية أوامر العملاء، ويطلق عليهم بصانعي السوق (Market Makers)[1].

رابعاً:- القطاع الحكومي **Government Sector**

(تسهم الحكومة في الأسواق المالية من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض، ولأجل توضيح هذه المساهمة لا بد من بحث التدفقات النقدية الناشئة عن وجود قطاع حكومي داخل السوق المالي والذي هو جزء لا يتجزأ من الاقتصاد الكلي، لأن دور الحكومة بوصفها مقترضة او مقرضاً للأموال يعتمد على هذه التدفقات)[2]، والشكل (15) يوضح ذلك.

**شكل (15)**

**التدفقات النقدية للقطاع الحكومي في السوق المالية**




المصدر:-د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للطباعة والنشر، عمان، 2003، 76.

---

(1) للمزيد ينظر:-

- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، مصدر سابق، 93 – 95.

- د. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، 63 – 64.

(2) د. عبد المنعم السيد علي ود. نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 76.

يتضح من الشكل رقم (15) إن التدفقات الناشئة عن وجود الجهاز الحكومي هي:-[1]

1- الضرائب والرسوم التي عادةً ما تكون المصدر الرئيس لإيرادات الحكومة والتي تفرض على المستهلكين أو المنتجين، وبالتالي تؤدي إلى نشوء تدفقات نقدية من الوحدات الاستهلاكية والإنتاجية إلى هذا القطاع من ثم إلى السوق المالية.

2- الإنفاق الحكومي، ويتضمن المشتريات الحكومية من السلع والخدمات المنتجة من لدن القطاع الإنتاجي أو مشتريات لخدمات العمل من مالكيها (خدمات الموظفين والعاملين لدى الدوائر الحكومية) كما تتضمن المدفوعات التحويلية وتعتمد مساهمة القطاع الحكومي في الأسواق المالية مقترضة ومقرضة على العلاقة ما بين النوعين الأنفين الذكر من التدفقات النقدية، أي ما بين الإيرادات والنفقات العامة والتي تتمثل بوضع الميزانية العامة، فإذا كانت الإيرادات تفوق النفقات فإن الفرق يظهر بشكل فائض في الميزانية وهنا تعد الحكومة في هذه الحالة من المدخرين أو وحدة انفاقية مقرضة، إذ تستخدم هذا الفائض إما في تسديد الديون (سحب سندات سابقة) أو الاحتفاظ به كرصيد، وبالعكس في حالة تفوق النفقات على الإيرادات فإن الفرق يظهر بشكل عجز في الميزانية وهنا تعد الحكومة وحدة انفاقية مقترضة، وهذا هو السبب الرئيس لقيام الحكومة بإصدار أدوات مالية (السندات بمختلف أنواعها) في الأسواق المالية لتمويل عجز الميزانية[2].

---

(1) د.عبد المنعم السيد علي ود.نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، مصدر سابق، 77.

(2) لمزيد ينظر:-

- د.خالد وهيب الراوي، مفاهيم- تحليل استراتيجية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، 1999، 14-13.

- د.رمضان علي الشراح ود.محروس أحمد محسن، الاستثمار (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، 27-28.

## خامساً:- القطاع الأجنبي Foreign Sector

ترتبط بلدان العالم بعلاقات تجارية مالية واسعة بعضها مع البعض الأخر، وتزداد هذه العلاقات توسعاً مع دخولها في عصر العولمة بحيث لا تستطيع أن تتجاهل تأثير التدفقات النقدية الخارجية على أنشطتها الاقتصادية الداخلية والتي تنعكس عادةً على الأسواق المالية من خلال مساهمة القطاع الأجنبي فيها، ويتمثل دور هذا الأخير في الأسواق المالية من خلال ارتباطها ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات، وإن مساهمة القطاع الخارجي في تلك الأسواق ما هي إلا حصيلة المعاملات الخارجية التي تظهر في ميزان المدفوعات، فإذا ما كان ميزان المدفوعات الخارجية في حالة عجز فإن هذا يتطلب بيع أوراق مالية للشركات الأجنبية لتغطية العجز بشكل أسهم أو سندات أو حسابات جارية، بمعنى أخر استخدام الادخارات الأجنبية لتغطية هذا العجز من خلال تدفق هذه الادخارات من القطاع الخارجي إلى الأسواق المالية، إما إذا كان ميزان المدفوعات في حالة فائض، فإن هذا الفائض أما يستخدم لتمويل العجز أو شراء الأوراق المالية من الشركاء الأجانب، أي الاستثمار في الأسواق المالية في بلدان أخرى، وهكذا يأخذ القطاع الخارجي أو الأجنبي دور المقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات ودور المقترض في حالة وجود فائض فيه[1].

## سادساً:- البنك المركزي Central Bank

يمارس البنك المركزي دوره في الأسواق المالية بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وادارتها، إذ يتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في الأسواق المالية، لما يملكه من دور وقدرة على تحويل

(1) د.غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، الطبعة الثانية، 2001، 230-231.

الأصول الحقيقية إلى نقدية وبالعكس، ويتمثل دور البنك المركزي في السوق المالي والنقدي من خلال:-[1]

1- توجيه السياسة النقدية.
2- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.
3- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشرائها.
4- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات واذونات الخزينة وشرائها.
5- إصدار عرض النقد في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة وضبطه بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

سابعاً:- أطراف آخرون في السوق المالية

تحوي بورصات الأوراق المالية بالإضافة إلى ما تم ذكرهم سابقاً على أطرافاً آخرين يمارسون بيع الأوراق المالية وشرائها بغية تحقيق أقصى الأرباح، والذي يعد الموجه الرئيس لهؤلاء أو لتخطيط لعمليات البيع والشراء المستقبلية، ومن أهم هؤلاء:-[2]

**1- المراجحون (المتاجرون) Arbitrageurs:-**

وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات، عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ تشتري من السوق المنخفض الأسعار وتبيع في سوق أخر مرتفع الأسعار وتحقق ربحاً عديم المخاطر، ويدخل ضمن هذه

(1) د.ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار، مصدر سابق، 200-201.
(2) للمزيد ينظر:
- د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 126
- د.صلاح الدين السيسي، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 35-36.
- سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 55.

التعاملات جميع عمليات بيع العملات وشرائها، ولقد ساعد التطور التكنولوجي في إتمام هذه الصفقات بسرعة.

2- المحتاطون Hedgers:-

تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأسواق المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة والحادة في الأسواق المالية، إذ تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من أجل الحيطة وتقليل المخاطر، خصوصاً وأن المشتقات تسمح لهم بتحقيق مستوى يتأكد من التفوق على الأوراق المالية الأصلية، ولكن ذلك لا يعني ضماناً كاملاً.

3- المضاربون المحترفون Speculators:-

وتسعى هذه الشريحة إلى الافادة من فروقات الأسعار، إذ يهتم المضاربون بمراقبة الأسعار في السوق بصفة دائمة، بالإضافة إلى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائية والاقتصادية التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة في السوق، كذلك من معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق، إذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية من اجل تحقيق أقصى ربح من خلال شراء الأوراق المالية وبيعها عندما ترتفع أسعارها.

4- المضاربون الهواة Outsiders:-

تهدف هذه الشريحة إلى الاستفادة من فروقات الأسعار في السوق المالي، ولكن دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة فيه، إذ إنها لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق بل تتطلب إتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية والصعودية لأسعار الأسهم، وعادةً ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

5- المتآمرون Manipulators:-

تهدف هذه الشريحة إلى التحكم بالأسعار وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً مستخدمة بذلك بعض الوسائل المصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية أعلى (Over Valued) أو أدنى (Under Valued) من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب، ويتميز هؤلاء بأن لديهم موارد مالية ضخمة تمكنهم من تحقيق أهدافهم.

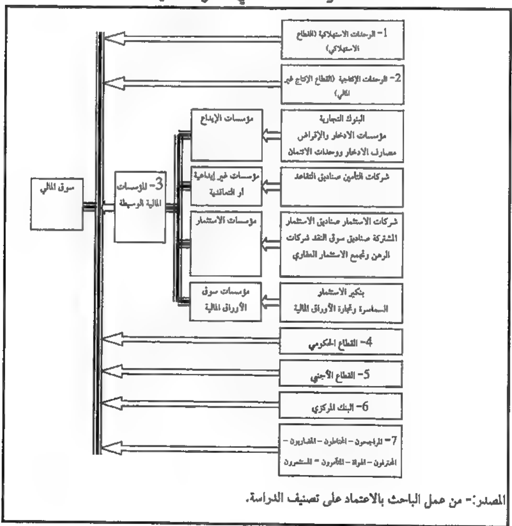
**6- المستثمرون Investors:-**

ويمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها والتي تشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها، وهناك نوعين من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كافٍ من الأسهم بهدف الربح، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري.

وبعد هذا الشرح يمكن أن نوضح التصنيف العام لمجموعة المشاركين في الأسواق المالية في ظل نظام مالي متطور وذلك من خلال الشكل رقم (16).

**شكل (16)**

**الأطراف المتعاملة في السوق المالية**




المصدر:- من عمل الباحث بالاعتماد على تصنيف الدراسة.

المطلب الرابع:- انواع الاسواق المالية واتجاهاتها الحديثة

**The Types of The Security Markets**

ويمكن تصنيف الأسواق المالية هنا طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً، وبالشكل الأسهل مع توضيح حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق، إذ إن لكل نوع من أنواع آلياتها وأفرعها الداخلية التي تتميز بسماتها وخصائصها وأدواتها في السياسات الاستثمارية، ولكنها في الوقت نفسه مترابطة ووثيقة ببعضها الأخر.

والواقع إن القسم الأكثر شيوعاً للأسواق المالية قائم على أساس المعاملات المالية، ولهذا فإن السوق المالي يقسم على سوقين (مثلما في الشكل 17)، سوق نقدية (وهي سوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق رأس المال (وهي سوق المعاملات طويلة الأجل)، مع إمكانية النظر إلى الأسواق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنف طبقاً لأكثر من أساس ويمكن تقسيم السوق المالية على أنواع عدة وهي يلي:-

أولاً:- سوق النقد **Money Market**

تعد سوق النقد الأبعد وجوداً وتطوراً من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل (Short-Term) اذ لا تتعدى استحقاقها من حيث مصدرها واستخدامها السنة المالية الواحدة، كما إنها تمثل الميدان الاقتصادي الذي تباع فيه وتشتري أوراق الدين القصيرة الأجل، إذ يلجأ المقترضون إلى سوق النقد عادةً لمواجهة ضعف عارض في السيولة النقدية يتطلب مواجهة سريعة، أي استثمار الأموال المتاحة لمدة مؤقتة، كذلك يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياطات مؤقتة أيضاً، بعبارة أخرى إن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار

قصير ة الأجل مع التمويل قصير الأجل أي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول قصيرة الأجل[1]

ومن مواصفات سوق النقد إنها لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، بل إنها تشكل مجموعة المصارف بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً بنشاط السوق، لذا فإنها تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي إنها ذات مخاطر منخفضة جداً، لان قيمتها الاسمية شبه مؤكدة ولا تتحمل أي خسائر رأسمالية ولاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المركز الائتماني، وتؤدي السوق النقدية دوراً مهماً في الاقتصاد الوطني تنعكس أهميته في الجوانب الآتية:[2]

1- توفير وتأمين السيولة للنظام المصرفي، إذ يمكن للبنوك توظيف أموالها بشكل سائل وقانوني.

2- خلق منافذ لاستهلاك الأموال الفائضة للبنوك مؤقتاً، مما يساعد على الاحتفاظ باحتياطي نقدي ثابت.

3- يسهل للبنوك المركزية عملية الرقابة، وذلك من خلال التأثير في كمية ومصادر الأموال السائلة بالتدخل في السوق (بالعرض والطلب على الأصول المالية) وفقاً للسياسة التي يضعها البنك وينفذها، مما ينتج لها التخطيط للسياسات النقدية للبلاد، إذ يتمكن البنك المركزي من خلال السوق المالية أن يمارس دوراً فعالاً في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وبالتالي التحكم باحتياطات البنوك التجارية التي بدورها تلعب دوراً قيادياً في السوق المالية.

---

(1) David S.kidwell & Richard L.peterson Financial Institutions, Market and Money, 3rd edition, C.B. S., college publishing the Dryden press, Hdt Rincharfand and Winston, 1996, pp. 31 – 32.

(2) د.محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، مصدر سابق، 32.

**ثانياً:- سوق رأس المال Capital Market**

تعرف سوق رأس المال بأنها السوق الذي يتم فيه تداول الأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل، فهي الإطار الذي يلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل (Long-term) بصورة مباشرة ومن خلال الاكتتاب بالأسهم والسندات التي تعد من أهم الأوراق المتداولة في هذا السوق (سوق الاوراق المالية).

وتتسم سوق رأس المال بالمخاطر لطول أجالها على عكس سوق النقد الذي تنخفض فيه المخاطر لقصر أجال أدواته، لذلك فإن المستثمر يضع في أولوياته العائد المرتفع قياساً بذلك العائد في سوق النقد، ومن جانب أخرى يتميز هذا السوق عن السوق النقدي بكونه اكثر تنظيماً بالإضافة الى كبر حجم الصفقات المنفذة به من قبل المتخصصين والمتعاملين فيه لذلك فأنهم يلعبون دوراً مهماً في تفعيل حركة التداول، ولعل أغلب المتعاملين هم من المنشآت الإنتاجية والوحدات ذات النشاط المالي الضخم مثل الحكومة المركزية والحكومات المحلية والأفراد الراغبين في تمويل الرهون العقارية، بالإضافة إلى سماسرة الأوراق المالية[1].

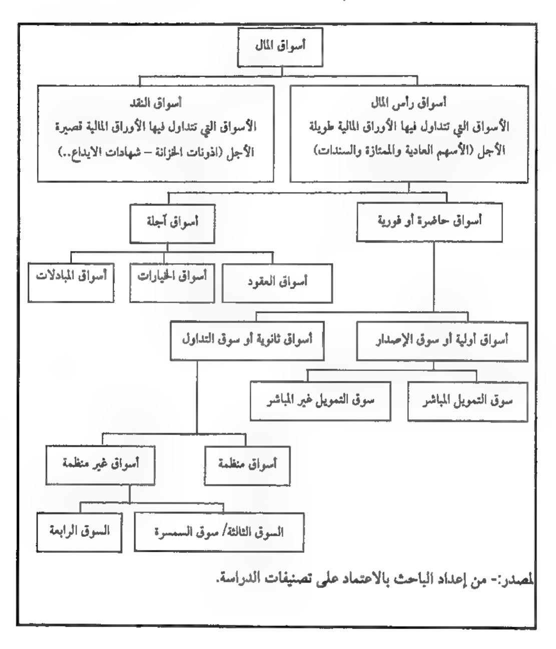
---

(1) للمزيد ينظر:-

- باري سيجل، النقود والبنوك والاقتصاد، مصدر سابق، 29.

شكل (17)

التقسيم الأكثر شيوعاً للسوق المالية




المصدر:- من إعداد الباحث بالاعتماد على تصنيفات الدراسة.

وتلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير وتمويل خطط التنمية الاقتصادية وتمويلها، إذ تنبع أهمية هذه السوق من خلال الأتي:-[1]

1- تعد الوسيلة الأساسية التي تمكن المدخرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.

2- يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقد.

3- منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالإقتراض الخارجي.

4- تلعب دوراً حيوياً في تطوير منشات الأعمال ونموها كونها تمثل قناة تدفق الأموال، التي تمثل الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية طويلة الأجل في هذه السوق.

5- إخفاء صفة العمق والاتساع للورقة والمرونة في تسييلها، لان تنظيمها يزيد من سرعة تداول الورقة المالية، فضلاً عن إنها توفر استمرارية وقيمة عادلة للورقة المالية.

6- التعامل بالعملات القابلة للتحويل يسمح لسوق المال بالتحول من سوق إقليمية إلى دولية، مما يؤدي إلى نمو الحركة الاقتصادية.

هذا وتصنف اسواق المال (سواء أكانت سوق نقد أو رأس مال) من حيث وقت التنفيذ إلى ما يأتي:-[*]

أولاً:- الأسواق الحاضرة أو الفورية The Spot Markets

وتعرف هذه الأسواق بالسوق الحاضرة أو الفورية لإمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من البائع للورقة المالية إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها واستلامها من

---

(1) د.محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، مصدر سابق، 32.

(*) تشترك سوق النقد مع سوق رأس المال في التقسيمات المدرجة وتجنباً للتكرار تم الاقتصار على ذكرها في سوق رأس المال فقط.

لدن البائع، وبعد أن تم الاتفاق على شرائها (الأسهم والسندات والأوراق التجارية طويلة الأجل)، وتنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين على:-(1)

1- الأسواق الأولية (أسواق الإصدار) Priming Market:-

وهي سوق الإصدارات أي إنها السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة، إذ تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب بها، إذ يتم فيها بيع الأسهم والسندات الجديدة، إما البائع لها فهو الشركة المصدرة لهذه الأوراق، بمعنى أخر تنشأ هذه السوق عن علاقة بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة السائل (النقود) بالموجودات المالية وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل على نوعين:-

أ- سوق التمويل المباشر Direct Market:

وهي السوق التي تتعامل بجميع أنواع الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركة المقترضة وتسوقها مباشرةً أو من خلال خبراء التسويق (السماسرة والمتاجرين) ومن دون تدخل الوسطاء، وتستخدم الشركة المقترضة أي أداة من الأوراق المالية سواء كانت الأسهم او السندات للقروض طويلة الأجل، ويأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايدة (Auction) وبخاصة بالنسبة الى الاوراق المالية الحكومية.

ب- أسواق التمويل غير المباشرة Indirect Market:

ويقصد بها تلك السوق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم من خلال الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من السوق الأولية من المقترضين ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية من طرف أخر (أي إن

(1) د.منير إبراهيم هنـدي، إدارة الأسـواق والمنشـات الماليـة، المعـارف للطباعـة والنشـر، الإسكندرية، 2002، 481.

سوق التمويل غير المباشر يتعامل في السوقين الأولية والثانوية وبتدخل الوسطاء الماليون).

2- الأسواق الثانوية (أسواق التداول) Secondary Market:-

ويتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية أي بعد توزيعها سواء مباشرةً أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتحققة (كبنوك الاستثمار) ويطلق على هذه السوق بالبورصة[1] بمعنى أخر إن هذه الأوراق متداولة أصلاً ومحل استمرار قائم وليست جديدة، وهذا ما يفرق سوق التداول الثانوي عن سوق الإصدار الأولي أي بعد قيام المستثمرين بشراء الأوراق المالية الجديدة يتم تداول ونقل ملكية هذه الاستثمارات في الأسواق الثانوية، وتقسم الأسواق الثانوية على نوعين هما:-

أ- الأسواق المنظمة The Organized Market:

وهذه الأسواق تتميز بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرون للبيع والشراء، كذلك تتميز هذه الأسواق بوجود التشريعات والأنظمة الخاصة التي يجب على الشركة أو المؤسسة استيفاؤها حتى يتم قيد أسهمها أو سنداتها في هذه السوق، وتتعلق هذه القواعد والشروط ب(عدد المساهمين وعدد الأسهم إصدار تقرير سنوي يتضمن الحسابات الختامية للشركة والمتعاملين في السوق)، فضلاً عن ذلك هناك وقت محدد للتداول وعلى هذا الأساس فإن التعامل في هذه السوق يقتصر على الأوراق المالية المسجلة فقط التي يجب تداولها بواسطة

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.رعد حسن الصون، أساسيات التجارة الدولية المعاصرة من الميزة المطلقة إلى العولمة والحرية والرفاهية الاقتصادية، الجزء الأول، سلسلة الرضا للمعلومات، 2000، 104-105.

الشركات المرخصة وفقاً للقوانين والأنظمة المحددة لعملية التداول، ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة على أسواق مركزية وأسواق محلية[1].

ب- الأسواق غير المنظمة أو (السوق الموازية)

**The Unorganized Market or Over- The- Counter:**

وهي أسواق عرفية وليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً (حدود السوق)، ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التعارض بين البائع والمشتري أساس آلية تسعير تداول السوق الموازية أو غير المنظمة من لدن مجموعة من التجار المرتبطين بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوب أو غيرها) والتي تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعد هؤلاء التجار بمنزلة صناع السوق (Market Maker) للجملة والمفرد وغالباً ما ينظم المتعاملين في هذا السوق برابطة تعرف بالجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (NASD) مثلما هو الحال في أمريكا[2]، وتتضمن السوق غير المنظمة (أحد مكونات السوق الثانوي) سوقين آخرين فرعيين هما السوقان الثالثة والرابعة، وفيما يأتي توضيح مبسط لهذين السوقين:-

- السوق الثالثة **The Third Market:**

تمثل السوق الثالثة جزء من السوق غير المنظمة والتي تتكون من بيوت السمسرة غير أعضاء الأسواق المنظمة وتمثل هذه البيوت في واقع الأمر أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأية كمية مهما كبر حجمها أو

---

(1) د.منير إبراهيم هندي، سلسلة الأسواق المالية (الأسواق الحاضرة والمستقبلية لأسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار وأسواق العقود المستقبلية) مجلة الإدارة والاقتصاد، مجلس الأمانة للوحدة الاقتصادية العربية، العدد 20، 21-24، 2000.

(2) للمزيد ينظر:-

أحمد حسن عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998، 11-15.

صغر، أما الأفراد المتعاملون في هذه السوق فمنهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من حيث رؤوس الأموال، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة[1].

- السوق الرابعة The fourth Market:

ويقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم مباشرةً ومن دون وساطة بينهما في شراء وبيع الأوراق المالية وبيعها في طلبيات كبيرة، وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، خصوصاً في الصفقات الكبيرة، إذ يتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة الاتصال الالكترونية تسمى (Instinct) حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقاً لحجم التعامل[2].

ثانياً:- الأسواق الآجلة The Futures Markets

مع التطور الذي شهدته أسواق المال، برز تقديم المجموعة من الأدوات والوسائل المالية التي توفر المزيد من المرونة والسيولة والتغطية للمتعاملين في السوق، ولقد تحولت الأسواق المالية بفضل هذه التغيرات إلى محطة تسودها حركة لا تعرف التوقف والركود، وتعد الأسواق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في الأسواق المالية الدولية (International Financial Market)، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في ظل التعليمات الحادة التي شهدتها الكثير من الأسواق المالية العالمية وخصوصاً فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، لذلك فقد استخدمت هذه الأوراق للتحوط ضد مخاطر تقلبات تلك الأسعار، ويتم في الأسواق الآجلة عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين

(1) حسن صبحي العباس، الأفاق والمقومات الرئيسة لآليات إنشاء أسواق الأوراق المالية، مجلة البحوث المستقبلية، العدد 15، كلية الحدباء الجامعة، 2005، 107.

(2) International Monetary Fund, International Capital Markets Department, Global Markets Analysis Division, Working Paper, 2006, Page 3.

مؤسسة مالية ومنشاة أعمال على إتمام بيع أصل مالي او شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معين[1].

وتنقسم الأسواق المالية الآجلة على:-

**1- سوق العقود المستقبلية Future Contract Market:-**

وتنقسم سوق العقود المستقبلية اساساً الى العقود المستقبلية الملزمة بالتنفيذ وكذلك الى العقود المستقبلية غير ملزمة التنفيذ (مع حق الاختيار)، وعموماً فإن سوق العقود المستقبلية هو سوق لبيع الأوراق المالية وشرائها في المستقبل، إذ تنعقد فيها تلك العقود بين العملاء، ومن هنا اتخذت الصفة المستقبلية، ويستعمل المستثمرون هذه العقود للحماية ضد مخاطر تغير الأوراق المالية مستقبلاً خصوصاً فيما يتعلق بأسعار الفائدة والصرف، كذلك يلجأ إليها بعض المضاربين لغرض تحقيق المكاسب السريعة[2].

وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق ما بين طرفين لتسليم موجودات مالية أو حقيقية معينة واستلامها بسعر معين ووقت لاحق، وبهذا التعريف يتضح إن هناك طرفاً بائعاً وآخر مشترياً له، إما بالنسبة للأصول المتداولة أو التي يسري عليها التعامل فهي تتأرجح ما بين الأصول الحقيقية كالسلع الزراعية والمعادن والعملات بأنواعها أو الأصول المالية الأسهم والسندات وغيرها، الا إن أغلب العقود المستقبلية التي تتداول الان هي المستقبلية المالية أو الأصول المالية، وتتميز العقود المستقبلية بالأتي:-[3]

- العقود المستقبلية يتم تداولها في أسواق منظمة.
- العقود المستقبلية ذات شروط وبنود نمطية لا تختلف من عقد لأخر.

(1) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 133.

(2) د.ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، اساسيات الاستثمار، مصدر سابق، 192.

(3) د.محمد صالح الحناوي ود.جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 365.

- يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار وكذلك إجراء تسوية يومية للسعر، لضمان حماية الطرفين من مخاطر النكول (عدم السداد) بالوفاء بالتزاماتهم.

وهكذا فإنه يمكن وصف العقود المستقبلية بأنها سلسلة من العقود الآجلة اليومية، إذ يجري تسوية عقود الأسس وتحرير عقود اليوم مرة أخرى وهكذا يومياً، لذلك فإن غرفة المقاصة (التسوية) (Clearing Houses) تمارس دور المركز قصير الأجل مقابل المستثمر ذي المركز طويل الأجل وعلى العكس من ذلك تأخذ مركزاً طويل الأجل مقابل أصحاب المراكز القصير الأجل، لذا فإن المستثمر لا تساوره المخاوف إزاء الطرف الآخر المقابل له بالعقد[1].

2- سوق عقود الخيارات **Option Contracts Market**:-

بدأ التعامل بالخيارات يتخذ أهمية خاصة منذ أن بدأت بورصة خاصة بهذا النوع من التجارة عام 1973 في مدينة شيكاغو، وقد اقتصر التعامل في بداية الأمر على أسهم (17) شركة فقط تتداول أسهمها في بورصة نيويورك، إما اليوم فقد انتشر التعامل بالخيارات بالعديد من الولايات المتحدة الأمريكية[2].

وعقود الخيارات هي اتفاق ما بين طرفين من السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون الالتزام بالتنفيذ للطرف الثاني الذي تحمل تكلفة قيام العقد، بمعنى آخر إن عقود الخيارات هي حق وليس التزام في بيع وشراء ورقة مالية أو أصل معين، لذلك فإن الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد (Writer) أو بائع الخيار (Option Seller) بمنح مشتري العقد الحق (جواز التنفيذ) في أن يشتري منه أو يبيع له، أو بالاثنين معاً في أصل معين وبكمية معينة (غالباً) خلال

(1) د.محمود محمد الداغر، الاسواق المالية، مصدر سابق، 136.

(2) للمزيد ينظر:-

د.ميثم ربيع هادي الحناوي، استخدام خيارات مستقبلية في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام (دراسة تطبيقية لتحويط المخاطرة السعرية للخام العراقي) أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد، 2006، 170-171.

مدة زمنية أو بتاريخ محدد وعلى هذا الأساس فإن العقد يتضمن منح حق الشراء الذي يدعى خيار الشراء (Call Option) أو خيار الطلب بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع خيار البيع (Put Option) أو خيار العرض ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد بسعر التنفيذ (Exercise Price)[1].

وتشبه سوق عقود الخيارات إلى حد كبير سوق العقود المستقبلية من حيث التعامل بين البائعين والمشترين وبموجب عقود نظامية، ولكن الفرق بينهما يكمن في إن عقود الخيارات غير ملزمة أي اختيارية خلال مدة العقد بالنسبة الى البائع والمشتري، ولكن المشتري ملزم بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر الفعلي في حالة انخفاض السعر ويدفع البائع كذلك الفرق في حالة الارتفاع[2].

**3- سوق عقود المبادلة Swaps Contacts Market:-**

عقود المبادلة هو اتفاق ما بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ ( Forward Contracts)، إذ تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية وربع سنوية ونصف سنوية وسنوية)، وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، ثم إن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح والخسائر) لا تتم تسويتها يومياً مثلما هو معروف في العقود المستقبلية، يضاف إلى ذلك إن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة مثلما هو الحال في العقود اللاحقة، وعلى هذا الأساس عرفت عقود المبادلة بأنها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الغالب لتغطية المخاطر (Hedging risks) وخاصة مخاطر تغيير أسعار الفائدة والصرف وعلى الرغم من توسع عقود الفائدة لتشمل أنواع عديدة من الأصول الا إنها غالباً ما تركز على أوراق الدين، وأهم أنواع عقود المبادلة هي:[3]

---

(1) د.صلاح الدين السيسي، قضايا معاصرة، مصدر سابق، 133.

(2) للمزيد ينظر:-

د.منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مصدر سابق، 481-482.

(3) للمزيد ينظر:-

د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 138.

- عقود مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swap
- عقود مبادلة العملات Currencies Swap

المطلب الخامس:- الأدوات الاستثمارية المتداولة في الاسواق المالية

**The Investment Instruments Of the Financial Markets**

وتمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط السوق المالية، ومن ثم فإن الورقة المالية تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعرف الأوراق المالية بأنها الأسهم بأنواعها والسندات المختلفة التي تقوم الشركات ومنشآت الأعمال والمؤسسات الحكومية بإصدارها، وتعد الورقة المالية صكاً يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معاً، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية ، إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تصنيف الأوراق المالية بطرائق عدة:-[1]

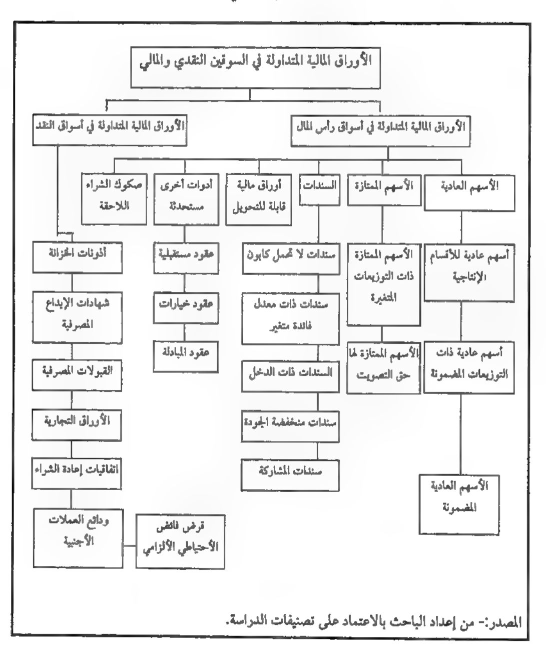
1- من حيث الأهمية: تصنف إلى أوراق مالية تمثل ملكية (الأسهم العادية) وأوراق مالية تمثل مدينوية (السندات وما شابهها)، وهناك الأسهم الممتازة التي تعد هجيناً (Hybrid Securitie) من الأسهم العادية والسندات، وإن كانت في الغالب تصنف لصالح الأوراق المالية التي تمثل ملكية.
2- من حيث الاستحقاق: تصنف إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.
3- من حيث التداول: فتصنف الأوراق المالية على أساس السوق الذي يتم فيه التعامل بهذه الأوراق وهي (سوق النقد وسوق رأس المال) والذي تمثل التصنيف العام لأسواق الأوراق المالية الذي سبقت الإشارة إليه.

(1) د.عيسى محمد الغزالي، تحليل الأوراق المالية، سلسلة دورية العدد/27، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، 5.

لذلك ارتأينا أن يكون تصنيف الأوراق المالية قائماً على أساس الأسواق التي يتم فيها التعامل بهذه الأوراق ولعل شكل (18) يوضح هذا التصنيف وكالآتي:-

شكل (18)

الأوراق المالية المتداولة في سوقي النقد ورأس المال




المصدر:- من إعداد الباحث بالاعتماد على تصنيفات الدراسة.

## أولاً:- أدوات الاستثمار في سوق النقد

**The Investment nstrument Of Money Market**

توجد في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية التي تشكل بطبيعتها دين (صكوك مدينوية) وتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية ومخاطر منخفضة وبأجل قصير لا يتعدى السنة وأهم أنواع هذه الأوراق:-[1]

### 1- حوالات الخزانة (إذونات الخزانة) Treasury Bills:-

وتعد من أدوات الدين الحكومي التي تصدر في وزارة المالية أو من ينوب عنها في البلد المعني وتباع بطريقة المزايدة العلنية وبخصم[*] عن القيمة الاسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وتعد أذونات الخزينة وفقاً لسعرين الأول سعر الشراء والأخر سعر البيع، وتتحدد هذه الأسعار بناء على سعر خصم البيع وآخر على الشراء المعلنة في الصحف المحلية، وقد تصدر هذه الاذونات إما بالاستمرار مثلاً (3- 6- 9- 12) شهراً، أو بالأيام (91- 181- 385) يوماً، إذ يتم تداولها في السوق الثانوية لسوق النقد على أساس الخصم، ويعد الأمريكي بيجوت (Bagehot) أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة وذلك في عام 1887 بواسطة اذونات الخزانة.

---

(1)

– د.حسين علي خربوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، مصدر سابق، 37-45.

- د.ناظم الشمري وآخرون، الاستثمار العيني والمالي، مصدر سابق، 235-248.

- د.عيسى محمد الغزالي، تحليل الأوراق المالية، مصدر سابق، 5.

(*) يمكن حساب نسبة الخصم أو العائد حسب المعادلة الرياضية الاتية:-

$$\text{العائد المخصوم} = \frac{\text{القيمة السوقية - القيمة الاسمية}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360\ (\text{عدد أيام السنة})}{\text{عدد الأيام حتى الأجل}} \times 100$$

...للمزيد من ذلك ينظر:

د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، مصدر سابق، 62 – 63.

2- الأوراق التجارية (قصيرة الأجل) Commercial Paper, cp:-

وهي تعهدات غير مضمونة بموجبات مادية تصدرها الشركة ذات المراكز القوية تتارجح آجالها ما بين (30- 270) يوماً وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر ما بين (2- 6) أشهر، وتتسم الأوراق التجارية بالمخاطر العالية نسبياً قياساً بحوالات الخزينة، إضافة إلى إنها تصدر بآجال قصيرة، ويتم التعامل بها في سوق النقد الثانوي.

3- القبولات المصرفية Bankers Acceplances:-

عبارة عن أمر دفع قصير الأجل منخفض المخاطر تصدره مؤسسة اقتصادية أو صاحب مؤسسة تجارة للبنك الذي يتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية وتتأرجح في حدود (30- 180) يوماً، ويقوم البنك بالتصديق عليها (قبولها) والالتزام بدفع قيمتها لحاملها عند تقديمها إلى البنك، وغالباً ما يستخدمها المستورد عند استيراده بضاعة ما من الخارج، إذ يتعهد بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الاستحقاق، وتتداول هذه القبولات وبشكل واسع لأغراض تمويل التجارة الخارجية.

4- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول

Negotiable Certificates of Depostis (CD):-

وهي عبارة عن أوراق تصدر من قبل المصارف التجارية، تترتب على حاملها بذمة الجهة المصدرة لها الحصول على الاستحقاقات والتي لا تتجاوز السنة الواحدة وبنسبة مئوية من القيم الاسمية المثبتة بشهادة الوديعة والتي تحمل هذه الورقة الرمز الشائع في التداول (CDS) ويتم التداول على أساس سعر الفائدة وليس الخصم (أي إنها لا تباع بخصم القيمة الاسمية كما في اذونات الخزانة دائماً يمكن لحاملها أن يحصل على قيمتها في أي وقت مقابل التضحية بجزء من الفائدة التي تخص المدة المستوفية من الاستحقاق).

5- ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - الدولار)

**Euro- Currency Deposits:-**

لا يقتصر استخدام العملات على البلد المصدر لها وهذه هي سمة من السمات التي تتميز بها عملات البلدان الأكثر انفتاحاً على الاقتصاديات الأخرى، وخصوصاً تلك التي تصدر وتستورد منها، مما يتيح نمو أسواق هذه العملات خارج مواطنها الأصلية، وهذه الودائع تودع في بنوك ومؤسسات مالية أجنبية خارج البلد المصدر لها، وفي فروع لبنوك محلية تعمل في دول أخرى مثل ودائع الدولار والجنيه الإسترليني في البنوك والمؤسسات التجارية والمالية العاملة في بلدان الخليج العربي مثلاً، لذلك يسهم وجود مثل هذه الودائع في قيام أسواق لهذه العملات الأجنبية في البلدان المصدرة لها وتسمى (Euron Market)، ويعلل سبب تنامي هذه الأسواق للمهام التي تؤديها والتي أبرزها:-

أ- توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسة للشركات الكبرى والحكومة وبكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لها داخلياً.

ب- تضاؤل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها.

ج- المساعدة في توفير العملات الأجنبية التي تطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية ما بين الدول.

د- يفضل فريق الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بالودائع بعملات أجنبية من منطلق الحيطة والحذر، طالما إنها (الودائع الأجنبية) تتسم بدرجة عالية من السيولة، إذ إنها توفر فرصة للمستثمرين المحليين من خلال إقراضها وتحويلها.

6- اتفاقيات إعادة الشراء **Repurchase Agreements (ER):-**

اتفاقية إعادة الشراء ما هي إلا قرض قصير بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق ، إذ لا يترتب على عقد البيع انتقال حيازة الأوراق المالية المعينة من التاجر إلى المستثمر، بل تبقى في حوزة التاجر ولكن الاتفاق ينص على رهن الأوراق لصالح المستثمر، وفي بعض الأحيان يطلب المستثمر أن يتم رهن مخزون التاجر من الأوراق المالية وليس فقط الأوراق المالية محل الإتفاق وذلك لضمان

سداد الأموال المقترضة، وتعد البنوك التجارية حيزاً نشطاً لشراء صكوك تلك الاتفاقيات وبيعها، وغالباً ما تكون مدة الإقراض يوما واحد أو عدة أيام، ولكن هناك بعض الاتفاقيات قد تعطي مدة أطول تصل إلى الشهر، وتحتسب المكاسب على الأموال المقترضة بالفرق ما بين عقد البيع وعقد الشراء، وإذا كانت هناك فرصة لإبرام العقدين بالقيمة ذاتها فإن المنافع التي يحصل عليها المستثمر تتمثل بفائدة يحدد معدلها مسبقاً.

7- قرض فائض الاحتياطي الإلزامي (سوق ما بين البنوك):-

في أحياناً كثيرة تقوم البنوك التجارية التي يجتمع لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي بإقراض البنوك الأخرى التي تعاني عجزاً وهذه الأموال التي تقرضها الأولى ذات الفوائض إلى الثانية التي تعاني العجز، لا تعد أوراقاً بالمعنى المفهوم، وإنما تمثل تعهداً غير مكتوب يضمنه البنك المركزي (بوصفه الجهة التي تدير الاحتياطي الإلزامي) يلزم بموجبه المقترض برد الأموال المقترضة للبنك المقرض مع الفائدة المستحقة، وغالباً ما يكون تاريخ استحقاق تلك القروض لمدة يوم واحد وقد يمدد لأكثر من يوم، وخصوصاً إذا ما قام المقرض بتوجيه القروض نحو الاستثمارات المحلية، الأمر الذي يتطلب تمديد مدة القروض يوماً بيوم، إما بالنسبة الى البنك المركزي فهو يلعب دور الوسيط فيما بينهما، وقد يتم الاتفاق فيما بين البنوك المقرضة والمقترضة مباشرةً داخل السوق النقدي أو بواسطة السماسرة العاملين في السوق النقدية.

ثانياً:- أدوات الاستثمار في سوق رأس المال

**The Investment Instruments Of Capital Market**

من خلال هذا السوق تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل وبصورة مباشرة وعن طريق الاكتتاب بالأسهم والسندات، وأهم الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق هي:-

**1- الأسهم العادية Common Stocks:-**

وتعرف الأسهم العادية بأنها وثيقة اسمية واحدة تطرح الى الاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة وتعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب الحصة من رأس المال والمثبتة بشهادة السهم، ولعل أبرز الحقوق التي تعطيها الأسهم لحاملها تتمثل في حق انتخاب مجلس إدارة ومدقق الحسابات وحق الاشتراك في الأرباح وحق التصويت وحق الأولوية بالاكتتاب وحق نقل ملكية السهم وحق الحصول على شهادة باسمه في الشركة وحق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها......الخ[1].

والجدير بالذكر إن الأسهم العادية التقليدية تأخذ أنواعاً عدة في مقدمتها الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية والأسهم العادية ذات التوزيعات التي تخصم قبل حساب الضريبة والأسهم العادية المضمونة القيمة......الخ[2].

ومن المصطلحات الشائعة الاستخدام عند تداول الأسهم العادية مصطلح القيمة (Value)، بوصفه إن التمييز بين أنواع القيم الخاصة بالأسهم العادية من الأمور الأساسية التي تهم المستثمر وهنا يجدر بنا أن نميز بين أنواع قيم الأسهم العادية:-[3]

---

(1) للمزيد ينظر:-

عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس- مفاهيم- تطبيقات) الطبعة الثانية، دار صفاء للطباعة والنشر، 2006، عمان، 84-85.

(2) للمزيد ينظر:-

د.عبد الغفار حقي ود.رسمية فرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سابق، 17-18.

(3) - د.حسين علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مصدر سابق، 147-148.

- د. ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الاسهم والسندات، معهد السياسات الأقتصادية، صندوق النقد العربي، 2005، 4 – 6.

أ- القيمة الاسمية Par value:

وتمثل القيمة المدونة في قيمة السهم، وتوزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة مئوية، وتحدد معظم البلدان حداً أدنى للقيمة الاسمية.

ب- القيمة الدفترية للسهم Book Value:

وهي قيمة السهم بالدفاتر وتستخرج حسب المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ج- القيمة السوقية للسهم Market Value:

وتمثل سعر السهم في السوق المالية الذي يتم تداوله، وتتحدد القيمة السوقية وفقاً لعدة معطيات منها (القيمة الدفترية وظروف العرض والطلب في السوق المالي والظروف الاقتصادية المتعلقة بالتضخم والانكماش وتوقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة والمركز المالي للشركة وغيرها)، ولذلك فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعوداً وهبوطاً يكون بسبب تأثرها بالعوامل المذكورة آنفاً، ويمكن تحديد القيمة السوقية وفقاً لمتغيرين وحسب المعادلة الآتية:-

$$\text{القيمة السوقية} = \frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{درجة المخاطرة}}$$

د- القيمة التصفوية Liquidation Value أو التصفية:

وهي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة، وتسمى القيمة الحقيقية للسهم أو نصيب السهم من بيع الشركة وتستخرج هذه القيمة وفقاً للمعادلة الآتية:-

$$\text{القيمة الحقيقية للأسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات وحقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

هـ- قيمة السهم بحسب العائد **Dividend Value:**

وتمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعداده لدفعها مقابل حيازته للسهم التي يعطيه العائد الذي يطمح في الحصول عليه مقابل استثمار أمواله وتستخرج بالمعادلة الآتية:-

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الإسمية للسهم} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد الذي يطلبه المستثمر}}$$

2- الأسهم الممتازة **Preferred Shares:**

وتجمع ما بين خصائص الملكية والمديونية[1]، فهي تعد صك ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهو بذلك يمثل حصة في الملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة، ثم إنه يتمتع بالدخل الثابت مثلها مثل السندات، ويتمثل هذا الدخل الثابت في نصيب ثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق المنشأة للربح، وبهذا يمكن أن نعرف الأسهم الممتازة بأنها أداة مالية تجمع ما بين صفات أوراق الملكية (الأسهم العادية) وصفات أوراق الدين (السندات) ألا إنها تختلف عن الأسهم العادية بما يأتي:-[2]

- يعطى السهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.
- يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح إذا تحققت قبل السهم العادي.
- تتغير أسعار الأسهم العادية باستمرار تقريباً، إذا ما قورنت بالثبات النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.
- تعد الأسهم الممتاز أقل شيوعاً من الأسهم العادية.

---

(1) د.محمود صبيح، الابتكارات المالية (المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري) كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998، 78.

(2) د.جميل سالم الزيدانيين، أساسيات الجهاز المالي، مصدر سابق، 223.

- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح كنسبة ثابتة بينما أرباح الأسهم العادية توزع بحسب أرباح الشركة.

ويمكن تقسيم الأسهم الممتازة حسب المزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة، خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية للاستدعاء من الشركة وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة على:-[1]

**أ- الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح:**

يحق لحملة هذا النوع من الأسهم الحصول على الأرباح في السنة الثانية في حالة عدم توزيع الأرباح في السنة الأولى .

**ب- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:**

هذا النوع من الأسهم يعطي لحامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي، ويحقق عائداً جيداً مع مراعاة الظروف المحيطة.

**ج- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:**

يعطي الحق لمالك السهم الممتاز، بمشاركة المساهمين في الأرباح، إذ يمكن أن يكون هناك حد أقصى للمشاركة في الأرباح أو لا يكون هناك حد مقيد.

**د- الاسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:**

وهي إلزامية لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدده ولمدة زمنية محدودة من تأريخ الإصدار وذلك لتقليص عدد أصحاب الأسهم الممتازة.

**3- السندات (طويلة الأجل) Bonds:**

السندات أداة مديونية ذات دخل ثابت، احتلت مركزاً رئيساً في سوق الأوراق المالية منذ عام (1972) وتضخمت أسواقها في بداية عقد الثمانيات، وتعد

(1) د.ناظم الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، مصدر سابق، 213-214.

حيزاً مناسباً لتطبيق السياسات المالية والنقدية، فضلاً عن حيازتها ضمن المحافظ الاستثمارية لتوفر مزيتين أساسيتين هما:-[1]

- مزية ثبات الدخل واستمراره بصورة كابون واجب الدفع عند الاستحقاق بغض النظر عن الوضع المالي للجهة المصدرة له.
- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر (قيمة السند الاسمية) والفوائد المترتبة عليه عند الاستحقاق.

وطبقاً لهاتين المزيتين يمكن تعريف السند بأنه أداة مديونية ذات صفة مالية قابلة للتداول، ويحق لحامله الحصول على فوائد دورية محددة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجانب قيمة السند بتأريخ الاستحقاق، ويتضح من هذا التعريف أن للسند مزايا عدة منها:-

- أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.
- حامل السند دائن للجهد المصدر له.
- عائد السند، فائدة الكابون المحددة بنسبة مئوية، استحقاقها أما بصورة دورية سنوية أو دورية نصف سنوية أو ربع سنوية.
- للسند قيمة اسمية تمثل المبلغ المثبت بشهادة السند.
- صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.

ويمكن تصنيف السندات طبقاً للجهة المصدرة لها، فهناك سندات الشركات والسندات الحكومية الطويلة الأجل والمتاحة في جميع الأسواق المالية:-

أ- سندات الشركات Corporate Bonds:

تصدرها الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية المختلفة، طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل اصدارية ومنها

---

(1) د.أرشد فؤاد ود. أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 86.

السندات المضمونة والسندات المسجلة (اسمية) والسندات لحاملها والسندات غير المضمونة- السندات المحددة المدة- السندات التي تسدد على شكل أقساط[1].

ب- السندات الحكومية Government Bonds:

وتعد هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية المصرفية، نظراً لما تتمتع به من درجات عالية الضمان لأصل المبلغ والفائدة، فضلاً عن القابلية التسوقية العالية، لذا يطلق عليها بالأوراق المالية خالية المخاطر (Risk - Free) ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة في تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة وتقوم الحكومة بإصدار هذه السندات (طويلة الأجل) للأسباب الآتية:[2]

- تغطية العجز في الميزانية (لمواجهة متطلبات الإنفاق).
- التأثير في العرض النقدي (سحب السيولة الفائضة).

وبهذه تكون هذه السندات أداة أو مجالاً لتطبيق السياسات النقدية والمالية في الأسواق المالية.

4- الأوراق المالية القابلة للتحويل Convertible Securities:-

وتشمل هذه الأوراق السندات والأسهم الممتازة التي تصدرها الشركات وتعطي الحق لحاملها اختيار تحويلها إلى أسهم عادية. إذ يشجع هذا الحق عند إصدار هذه الأوراق المستثمرين على الاكتتاب فيها، وخاصة المستثمر الذي يتجنب المخاطرة فهذه الأوراق تحقق له ميزتين أساسيتين هما:-[3]

---

(1) للمزيد في ذلك ينظر:-

د. أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 157-159.

(2) د.أرشد فؤاد و د.أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 97.

(3) د.عبد الغفار حنفي ود.رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سابق، 22-23.

- الحصول على معدل عائد ثابت بمجرد شراءه لهذه الأوراق معدل الفائدة على السندات أو قيمة الكابون بوصفه عائداً للأسهم الممتازة.
- التمتع بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل عن طريق حقه في تحويل هذه الأوراق إلى أسهم عادية في أي وقت يختاره.

مقابل هذه المزايا فإن الشركة عادة ما تبيع هذه الأوراق بقيمة أعلى من مثيلاتها التي لا تتمتع بهذا الحق، ويمكن حساب معدل التحويل حسب المعادلة الرياضية الآتية:-

$$\text{معدل التحويل} = \frac{\text{القيمة الإسمية للورقة القابلة للتحويل}}{\text{سعر التحويل}}$$

5- صكوك الشراء اللاحقة Warrants:-

وهي إحدى الوسائل التي تلجأ إليها الشركة لتحفيز المدخرين للاستثمار في الأسهم العادية، وهي عبارة عن صك يقوم المستثمر بشرائه وهذا الصك يكفل له حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً بصرف النظر عن السعر السوقي ووقت تنفيذ هذه العملية وهذه الصكوك توفر فرصة الأمان والحماية للمستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار[1].

6- أدوات أخرى مستحدثة:-

هذه الأدوات انتشرت في السنوات الأخيرة وأخذت أشكالاً متعددة، وكان الغرض منها أساساً حماية المستثمر ضد مخاطر التغيير في السعر، ومن أبرزها (عقود الاختيار والعقود المستقبلية وعقود المبادلة)، والتي سبقت الإشارة إليها.

ثالثاً:- أدوات الاستثمار المساعدة الأخرى المتمثلة بالتطورات الالكترونية (البورصة الالكترونية) e.stock Exchange

بلغ التقدم الالكتروني درجة رفيعة في عالم المعرفة المعلوماتية والاتصالات، مما جعل العالم بأطرافه المتباعدة كافة منطقة واحدة يمكن الوصول إلى أي جزء منها

(1) المصدر السابق، 25.

بسهولة، وذلك من خلال شبكة مترامية الأطراف من العلاقات التجارية والمالية والمصرفية، ازداد فيها حجم التبادل الدولي والعلاقات الدولية، ولقد أدى الاستخدام الواسع للأدوات الالكترونية إلى خلق بنية تجارية تسمح لمديري المحافظ المالية والمضاربين بالانتقال بسرعة بين مختلف الأسواق إذ أصبح التنقل بين تلك الأسواق (الأسواق المالية) إجراء مربحاً، حتى بالنسبة الى القائمين على إصدار الأوراق المالية، وأخذت الأسواق المالية تعتمد على منتجات الثورة الالكترونية، وعبر البورصة الالكترونية (e.stock Exchange)، إذ يتم تبادل الأوراق المالية وتداولها فيها الكترونياً ومن خلال شبكة الانترنيت، بوصفها أدوات مهمة ورئيسة، فضلاً عن سهولة عملية التبادل لتلك الأوراق وبسرعة، مما يجعل خطوات الأسواق المالية أسرع بكثير، ومن بين أبرز الأوراق الالكترونية هي:-[1]

**1- الشبكات الدولية للمعلومات والاتصالات الالكترونية (الانترنت Internet):-**

وهي أحد المكونات الأساسية للهيكل العالمي للمعرفة والمعلومات، إذ تعد أوضح علامة على التغيرات السريعة في استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، إذ نجم عنها إحداث ثورة في أساليب التعامل في مختلف الأسواق ولاسيما الأسواق المالية.

**2- شبكة ويب العالمية (Word Wide Web, WWW):-**

تمثل هذه الشبكة جزء من شبكة الانترنت بل إن مصطلحي (الانترنت) و(ويب) يستخدمان كأنما عينا الشبكة نفسها، وتعد ويب بوابة التجارة العالمية، (ويب) شبكة اتصالات يتبادل مستخدموها نصوص الكتب والعروض التصويرية

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د.عبد الغفار حنفي ود.رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سابق، 22-23.
- د.عماد العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 219-220.
- د.فريد النجار، الاستثمار بالنظم الالكترونية، والاقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية، 2004، 291 – 295.

للمعلومات وقواعد البيانات، وبإمكان مستخدم هذه الشبكة تحديد موقعه الخاص فيها، كما يمكن للمستخدمين الاخرين استقاء المعلومات منها، وذلك من خلال البريد الالكتروني (E-maill).

3- شبكة (سويفت) Society for world wide Inter Bank Financial Telecommunication(S.W.I.F.T):-

وهي شبكة اتصالات تديرها الجمعية الدولية للاتصالات المالية الهاتفية بين المصارف، إذ تجعل المصارف المنتشرة في جميع أنحاء العالم كأنها مدينة واحدة أو كأنها في مصرف واحد من خلال ما توفره من أساليب بسيطة ومتنوعة في وقت قصير وبسرعة فائقة وبكلفة منخفضة.

المطلب السادس:- أهم المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الاوراق المالية

هناك العديد من المؤشرات الاقتصادية التي يجب على المستثمر أن يراقب تغيراتها بدقة من أجل أن يتنبأ بمستقبل مؤشرات سوق الأوراق المالية (اتجاه السوق)، وبهذا سوف نتناول عدد من المتغيرات ولاسيما ذات الصلة المباشرة بالأسواق المالية وكالآتي:-

أولاً:- الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product G.D.P

يعد الناتج المحلي الإجمالي من أهم المؤشرات التي تستخدم لقياس النشاط الاقتصادي لأي بلد، والناتج المحلي يمثل السلع والخدمات التي أنتجت في البلد خلال مدة زمنية غالباً ما تكون سنة، ونمو الناتج من سنة إلى أخرى يدل على تطور النشاط الاقتصادي في البلد، ومن هنا فإن التنبؤات التي تتعلق بالوضع الذي سيكون عليه هذا الناتج في السنوات المقبلة يعكس بلا شك الوضع الاقتصادي في المستقبل والذي بدوره ينعكس على حركة الأسعار في السوق المالية[1].

لقد أثبتت الدراسات التجريبية لاتجاهات أسعار الأوراق المالية واتجاهات الناتج، ولما يزيد عن ربع قرن من الزمن (1959-1985)، بأن هناك علاقة طردية

(1) د.محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، مصدر سابق، 153.

وقوية بين المتغيرين، فالمستثمر يجب أن يكون ملماً بالناتج المحلي الإجمالي، لأن البيانات التي يتكون منها هذا الناتج سواء بالأسعار الجارية أو الثابتة تشكل العناصر العامة في التنبؤات الاقتصادية، ومن هنا تظهر أهمية تتبع النشاط الاقتصادي بالنسبة الى المستثمر، وبمقدار ما يكون التوقع دقيقاً يتمكن المستثمرين من اتخاذ القرار السليم بالنسبة الى استثماراته (فإذا ما عرف إن الاقتصاد مقبل على حركة انتعاش فإن ذلك يعتبر مشجعاً لشراء الأسهم واقتنائها لأن حركة الانتعاش هذه سوف تعمل على زيادة أرباح منشآت الأعمال، وبالتالي ارتفاع أسعار الأصول المالية، إما إذا كانت توقعاته تشير إلى إن الاقتصاد مقدم على حركة ركود أو كساد، فإن ذلك يعطي إشارة الحذر بالنسبة للاستثمار بالأصول المالية)[1].

**ثانياً:- عرض النقود Money Supply**

وتتوضح العلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم من خلال آلية عمل البنك المركزي الذي يطلب من البنوك التجارية إيداع نسبة من الاحتياطي لديه، فإذا كانت سياسة البنك المركزي تتوجه نحو زيادة الائتمان لدى الأفراد فإنه يخفض نسبة الاحتياطي لديه، مما يزيد من الأموال السائلة لدى البنوك الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض تكلفة الاقتراض، أي انخفاض أسعار الفائدة، وبالتالي يشجع على الاستثمار بالأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها والعكس صحيح[2].

ومن ناحية أخرى إذا ما زاد عرض النقود عن حاجة النشاط الاقتصادي، أي إن هناك ارتفاعاً في السيولة فإنه يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، الا إنه قد يظهر أثر سلبي لهذه الزيادة في عرض النقود بعد أن يذهب جزء منها على شكل

(1) دعاء نعمان الحسيني، تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية، مصدر سابق، 141-142.

- د.فريد النجار، الاستثمار بالنظم الاليكترونية والاقتصاد الرقمي، مصدر سابق، 59-61.

(2) I.M.F, Monetary Implementation at Different Stage of Market Development, Country Cases and appendices-supplementary information, working paper, 2004, 1-3.

إصدارات جديدة من الأسهم والسندات مما يعني امتصاص السيولة، وانخفاض أسعار الأسهم[1].

**ثالثاً:- تغيرات سعر صرف العملة Exchange Rate**

يؤثر سعر صرف العملة بشكل كبير في أسعار الاسهم، فارتفاع سعر الصرف الاجنبي من ناحية يدفع الأفراد للتخلص من مدخراتهم العالية واستبدالها بالأسهم، مما يزيد الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها، ومن ناحية أخرى قد يستبدل المستثمر العملة الوطنية بالأجنبية من خلال الاستغناء عن مقتنياته من الأوراق المالية ببيعها، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها[2].

وتشير الدراسات إن العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف تنتقل من خلال قناتين هما:- [3]

1- القناة المباشرة:- مع ثبات العوامل الأخرى، فإن انخفاض قيمة عملة بلد ما نتيجة ارتفاع سعر الصرف الاجنبي، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية (كالأسهم) أرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب مما يزيد طلبهم على تلك الموجودات وتزداد سرعة تداولها ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعاً لذلك، ومن جانب آخر فأن انخفاض قيمة العملة يدفع بالمستثمرين المحليين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم والسندات) وزيادة طلبهم عليها وارتفاع اسعارها تبعاً لذلك.

---

(1) بشير الزغبي، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العامة لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال الفترة (1978-1998) مجلة دراسات العلوم الادارية، المجلد/27، العدد/2، 2002، 324.

(2) Shaun Ic.Roache & Mathew D.Merrih, Currency Risk Premiain Global Stock markets, IMF, Working Paper, 2006, Page 2.

(3) بشير الزغبي، المصدر السابق، 325.

2- القناة غير المباشرة:- تمارس أسعار الصرف آثاراً غير مباشرة في سوق الأوراق المالية (عبر السوق السلعية) مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فانخفاض قيمة العملة لبلد ما، غالباً ما يؤدي الى زيادة الصادرات والذي من شأنه أن يزيد من القدرة التنافسية لشركات هذا البلد في السوق الدولية، مما يدفع إلى زيادة الطلب على منتجات الشركات المحلية، وبالتالي زيادة حجم الإنتاج وارتفاع أرباح هذه الشركات، الأمر الذي سيؤثر في أسعار الأوراق المالية وبخاصة الأسهم.

رابعاً:- عجز الموازنة Budget Deficit

يحدث عجز الموازنة عندما تزداد النفقات العامة على الإيرادات الحكومية، وتساعد نفقات الحكومة على تنشيط الاقتصاد وزيادة الطلب، ولكن قد يؤدي عجز الموازنة إلى التضخم وزيادة معدل العجز في المستقبل كما إن خفض الإنفاق الحكومي قد يؤدي إلى نقص العرض من النقود وانخفاض الطلب على السلع والخدمات وفي كل الأحوال تمارس تلك السياسة (السياسة الإنفاقية) زيادة أو نقصاً في الإنفاق مما يترتب عليه آثاراً مباشرة وغير مباشرة في أسعار الأوراق المالية.

خامساً:- مؤشرات اقتصادية أخرى Other Economics Indexes

في البلدان الصناعية المتقدمة هناك عدد من المؤشرات التي تمكن المستثمر من الرجوع إليها والتي يمكن تفسيرها لمعرفة الاتجاه الذي يسير عليه الاقتصاد، ولعل من أهم هذه المؤشرات الإنتاجية المخزونة من البضائع ونسبة البطالة ومعدلات التضخم وتطور مؤشر أسعار المستهلكين .....الخ من المؤشرات الاقتصادية الأخرى والتي لها الدور المباشر وغير المباشر في تحديد أسعار الأصول المالية أسهم وسندات.

## المبحث الثاني: المؤشرات الرئيسة لأداء أسواق الاوراق المالية وطرائق بنائها

### المطلب الأول:- مداخل تحليل سوق الأوراق المالية

إن الاعتراف بأن المعلومات بأشكالها المختلفة هي العنصر الحاسم في سوق الأوراق المالية، يعد اعترافاً بأن تحليلها (صناعتها) هو الآخر أمراً حاسماً في تشكيل

البورصة إلى درجة إنها تؤكد لنا إن المعلومات بمنزلة البناء التحتي للسوق، ولذلك فإن الهدف من القيام بتحليل الأوراق المالية هو الوصول إلى جميع المعلومات والتفاصيل التي تساعدنا على تحديد قيمة الأسهم والسندات بصورة عامة، فتحليل المعلومات ينقسم على:-

**أولاً:- المدخل الأساسي في التحليل Fundamental Approach**

وهي الطريقة العلمية في تحليل الأوراق المالية، إذ تباشر بتحليل الاقتصاد القومي ككل، ويعرف التحليل الأساسي، بأنه انصراف القائمين به ويدعون بالأساسين Fundamentalists إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية منها وعلى مستويات بهدف التعرف على عوائدها المتوقعة والمخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل مادة حساب القيمة المحورية للورقة المالية، إذ لا يمكن تحليل مقترحات أو قرارات الاستثمار في السوق المالي من دون تحليل أو تفسير المتغيرات الاقتصادية والسياسية المحيطة بها، ويشمل التحليل الأساسي للورقة أي كانت نقطة البدء مجموعة من المتغيرات الاقتصادية:-[1]

1- المتغيرات الاقتصادية الكلية:- وتشمل تحليل (الناتج القومي ومعدلات نموه ومعدلات التضخم والبطالة وعرض النقود والطلب عليه ومتوسط دخل الفرد الحقيقي ونموه).

2- المتغيرات الاقتصادية القطاعية:- وتشمل تحليل (القيمة المضافة المتحققة للصناعة صاحبة الورقة محل التحليل والاستخدام في الصناعة وحجم الاستثمار في الصناعة وحجم التسهيلات الائتمانية للقطاع ومؤشر حالة القطاع).

3- المتغيرات الاقتصادية الجزئية:- وتشمل تحليل عدد الرخص الممنوحة للمنشأة المنافسة و حجم القروض الممنوحة للمنشأة والمبيعات ونموها وإنتاجية العمل ورأس المال في المنشأة.

(1) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 288-299.

4- السياسات الاقتصادية:- وتشمل تحليل السياسات المالية وتتضمن:- الإنفاق العام والضرائب والرسوم وضرائب القيمة المضافة ومشروعات الحكومة والسياسات النقدية وتتضمن:- معدلات الفائدة وعرض النقود والتسهيلات المصرفية وترتيب أصول المصارف[1].

ثانياً:- المدخل الفني في التحليل Technical Approach

وهذه الطريقة ترتكز على تحليل السوق وتعتمد في ذلك على جوانب العرض والطلب التي تؤثر في أسعار الأسهم، إذ يركز هذا التحليل بصفة أساسية على تحركات الماضي لأسعار أسهم الشركة أو مجموعة الشركات أكثر من التركيز على المحددات الأساسية للربحية المتوقعة، ويعتقد المختصون إن تحركات الأسعار الماضية وحجم التعاملات المالية مؤشراً على تحركات الأسعار في المستقبل[2].

وينصرف القائمون بالتحليل الفني (ويدعون بالفنيين Technicians) إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية، واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات بما يسمح بتحديد قيمة الأوراق مستقبلاً (عند اتخاذ القرار الاستثماري)، ولعل من أبرز نماذج التحليل الفني، نموذج دورة السوق وتنشيط الاتجاه الرئيسي (The Market Cycle Model and Basic Trend Identification) ويمثل هذا النموذج نموذجاً لتتبع الاتجاهات السلوكية النمطية للسعر، وقدرة المتعاملين من مختلف التوجهات مستثمرين ومتاجرين على الافادة من خرائط النموذج في تحديد توقعات قراراتهم بالبيع والشراء، إذ إن الهدف من هذا هو تحديد أفضل أوقات الدخول لبيع الورقة المالية وشرائها، وبالتالي الحصول على المكاسب الرأسمالية،

(1) للمزيد ينظر:-
Taimur Baiy & Manmohan S,Kumar, Fiscal and Monetary, Nexas in Emerging Market Economics, IMF, Working Paper, 2006, Page 3-4.

(2) د.عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق استثمارية- خيارات) الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، 225.

وغالباً ما يكون عامل التوقيت هو الفارق بين المستثمر الناجح والمستثمر غير الناجح[1].

المطلب الثاني:- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية وأهم مزاياها

**أولاً:- مفهوم مؤشر سوق الأوراق المالية**

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الاوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء الى الأعلى أو الى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل[2].

ويمثل مؤشر سوق الاوراق المالية مقياساً شاملاً لاتجاه السوق الذي يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم أي قياس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر ستاند اندبور 500 (S & P500)، وبالتالي فإن هذا المؤشر يمثل مستوى مرجعي للمستثمر في السوق المالية، كما يمثل أيضاً مقياساً لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين أي ما يطلق عليها بالمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، ومنها على سبيل المثال، مؤشر الداو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندربور لصناعة الخدمات العامة، ونستخدم المؤشرات معاييراً لأداة السوق سواء في البلدان النامية أو في البلدان المتقدمة على حد سواء[3].

وهكذا فإن مؤشر سوق الاوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الاسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق

(1) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 292.

(2)د.محمد صالح الحناوي ود.جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 251.

(3) د.عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، مصدر سابق، 7.

الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

ثانياً:- مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق والتي منها:- [1]

1- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من اسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

2- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشاكلات والتي يمكن أن تؤدي الى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

3- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

4- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الاسهم بمؤشرات أسواق الاسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

---

(1) محمد إبراهيم الشبلي، وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية، مصدر سابق، 147.

وبالإضافة إلى المزايا المشار إليها، فإن هناك شروط وأسس يجب توافرها في المؤشرات ولعل أهم هذه الشروط:-

1- يجب أن يكون فيه (المؤشر) عبارة عن أسهم تمثل جميع الأنشطة الاقتصادية.

2- يجب أن تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة الى المستثمر العادي.

3- يجب أن يتضمن حجماً كبيراً من الأسهم.

4- يجب أن يحدد وزن وأهمية نسبية كل سهم وأن يكون الوزن معروفاً.

المطلب الثالث:- مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك معايير عدة (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق المالية، ولمعرفة درجة تقدم السوق ونضجها، فان هناك مجموعة من المؤشرات تعبر عنها، وفي الوقت نفسه تعكس أداءها وتستخدم هذه المؤشرات أو المعايير لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافه، ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة السوق المالية ونضجها وتقدمها هي:-

أولاً:- المؤشر العام لأسعار الأسهم Stock Prices Index

تحرك الأسهم يحرك عادةً بما يطلق عليه (معدل أو مؤشر السوق)، وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض إنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية[1].

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق،مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالباً ما تنشر الصحف العالمية المختلفة

(1) د.محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، مصدر سابق، 215.

يومياً قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً[2].

ثانياً:- حجم السوق

غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:-

1- مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق) **Market Capitalization**

(يقصد برسملة السوق المالي (Capitalization)، مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تبعاً لسعر السوق)[3]، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون إن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر[1].

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد شركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، وبالتالي يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها[2]:-

---

(2) د.عماد العاني، اندماج الأسواق المالية، مصدر سابق، 57-58.

(3) المصدر السابق نفسه، 61 – 62.

(1) Ross levine & Sara Zervos, Capital Control liberalization and Stock Market Development, The W.B, Ploicyr Search, Working Paper, Washington, 1996, Page 10.

(2) د. عماد محمد علي العاني، اندماج الاسواق المالية، مصدر سابق، 62.

أ- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشتقات (الخيارات والمبادلات والمستقبليات)، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

ب- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

ج- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والأبتكارات الالكترونية ولاسيما بعد ادخال نظام الكومبيوتر.

**2- مؤشر عدد الشركات Number of Companies**

يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأسواق المالية، التي يتم التداول في أوراقها المالية للسوق المنظمة (البورصة)، ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار.

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، ألا إن هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر) فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير[1].

**ثالثاً:- سيولة السوق**

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وهناك مؤشران لقياس السيولة هما:-

**1- مؤشر حجم التداول Trading Volume Index (TV)**

(1)د.أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، مصدر سابق، 65.

يقصد بحجم التداول (TV) قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف لأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق لمتداولة خلال مدة زمنية عادةً ما تكون سنة، وحركة التداول تعني، ويقاس معدل لتداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي لإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً وذلك لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية[1].

2- مؤشر معدل الدوران (%) Share Turnover Ration

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة أجمال الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال أي مدة زمنية وكالآتي:-[2]

Shares Turnover Ration (معدل دوران السهم)=

(اجمالي الأسهم المتداول – حجم التداول)

**Number of Traded Shares During The year**

(رسملة السوق- القيمة السوقية)

**Total Number Of Listed Shares**

(1) Ross Levine & Sara Zerous, Capital Control Liberalization, op.cit, p,4.

(2) د. عبد الغفار حنفي ود. رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل الشركات، مصدر سابق، 313.

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض[1].

رابعاً:- درجة التركيز

يقصد بدرجة تركيز التداول، ما إذا ما كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول[2].

المطلب الرابع:- أساليب بناء مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق والأساليب لاحتساب مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يجعل من الضروري فهم كيفية تكوين أسلوب أحتساب المؤشر قبل استخدامه لقياس الأداء أو لتكوين تصور عن السوق أو بناء استراتيجية استثمارية معينة، وسنتطرق في هذا المجال إلى الأساليب الشائعة الاستخدام في حساب المؤشرات وكالآتي:-

أولاً:- المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر)

**Price Weighted Index (Price Weighted Average)**

من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر الداو جونز (DJID) والذي يتم احتسابه على أساس متوسط أسعار أسهم (30) شركة من اسهم الشركات الصناعية الأمريكية ويعود تاريخ احتساب هذا المؤشر إلى القرن الماضي، بالإضافة إلى أن هناك العديد من مؤشرات الأسهم نفسها ولكن لقطاعات

(1) د. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، مصدر سابق، 66.

(2) المصدر السابق نفسه، 67.

متخصصة مثل النقل الذي يمثل (20) شركة أو قطاع الخدمات ويمثل (15) شركة، ويمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الاتية:-[1]

1- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه.

2- قسمة مجموعة أسعار الأسهم على عددها (ويطلق على عدد الأسهم في هذه الحالة اسم المقسوم عليه (Divisor)[*] وعلى هذا الأساس يمكن إعطاء مثالاً رقمي توضيحي للمؤشر المبني على أساس السعر وكالآتي:-

لنفرض أن مؤشر موزون السعر يتضمن ثلاثة أسهم ظهرت أسعارها في اليوم الأول كالآتي (الشركة / الأسهم، A، B، C) والأسعار (160 ، 80 ، 20) على التوالي:

إذا قيمة المؤشر في اليوم الأول (يوم الأساس)= $\frac{20+80+160}{3}=86.67$

ولنفرض أن سعر السهم (A) ارتفع بنسبة 10٪ (بافتراض ثبات أسعار الأسهم الأخرى) في اليوم التالي، فإن سعره يصبح (176) بدلاً من (160) (160× 1.10٪) فإن قيمة المؤشر ستصبح

قيمة المؤشر في اليوم الثاني= $\frac{20+80+176}{3}=92$

∴ عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة مع اليوم الأول

= (قيمة المؤشر في اليوم الثاني – قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)) / (قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس))

$= \frac{86.67-92}{86.67}=0.061$

(1) د. محمد صالح الحناوي ود. جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 257.

(*) يمكن ملاحظة تغير المقسوم عليه في حالتين (حالة حدوث اشتقاق لبعض الأسهم – حالة حدوث تغير في عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر).

وهذا يعني أن معدل العائد قد ارتفع بمعدل (0.061) نقطة عندئذٍ يقال أن اتجاه السوق صعودي.

ولنفرض أن سعر السهم (C) في اليوم الثالث قد ارتفع بنسبة (10٪) وبالتالي فإن سعر السهم سيصبح (22) (20× 1.10) وبالتالي فإن:

قيمة المؤشر في اليوم الثالث= $\frac{22+80+176}{3} = 92.6$

وإن عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول=

$$0.068 = \frac{86.67-92.6}{86.67}$$

بمعنى أن ارتفاع سعر السهم (C) بنسبة (10٪) أدى إلى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.068 نقطة وهذا يعني أن اتجاه السوق صعودي أيضاً، ولذلك فإن المؤشرات المبنية على أساس السعر هي مؤشرات متميزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

أن عملية اشتقاق الأسهم سوف تؤدي إلى تغير المقسوم عليه، ويمكن ذلك عندما تقوم الشركة (A) التي أصدرت السهم (A) مثلاً باشتقاق السهم في اليوم الرابع (أي إن المستثمر الذي كان يملك سهماً بمقدار (176) أصبح يمتلك سهمين بمقدار (88) لكل سهم) وعليه فإن الرقم المقسوم عليه يمكن استخراجه كالآتي:-

بما أن قيمة المؤشر في اليوم الأول=86.67 فإن الرقم المقسوم عليه سيصبح:

$$86.67 = \frac{20+80+88}{5} = \frac{188}{5}$$

$86.67 = \frac{188}{5}$ ⇐ فإن $\frac{188}{86.67} = 2.1$ المقسوم عليه

∴ قيمة المؤشر في اليوم الرابع = $\frac{22+80+88}{2} = 95$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الرابع مقارنة مع اليوم الأول سيكون=

$$0.096 = \frac{86.67-95}{86.67}$$

وهذا يعني أن اشتقاق الاسهم (A) في اليوم الرابع الى سهمين ادى الى ارتفاع عائد السوق بمقدار 0.096 نقطة الأمر الذي يعني ان اتجاه السوق صعودي ايضاً.

ثانياً:- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية)

**Value- Weighted Index**

يتم احتساب هذا المؤشر على أساس القيمة المرجحة للشركات الداخلة في المؤشر، ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساساً القيمة (مؤشر كولس ومؤشر ستاندراندبور والمؤشر المركب لبورصة نيويورك- مؤشر الجمعية الدولية للنظام الآلي للأوراق المالية (ناسدال) ومؤشر الفانيشيال تايمز)، ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات الآتية:-[1]

1- إيجاد القيمة السوقية (القيمة السوقية= عدد الأسهم المتبادلة × سعر السهم).

2- إيجاد الوزن لكل سهم (وزن السهم= $\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة السوقية الكلية للأسهم}}$).

3- احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة=

$$\frac{\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها (في اليوم المعلن)}}{\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها (في اليوم الأساس)}}$$

ولفهم حساب قيمة هذا المؤشر نورد مثالاً توضيحياً للمؤشرات المبنية على أساس القيمة، ولنفترض إن لدينا المعطيات في أحد الأسواق المالية الافتراضية:-

| الأسهم | عدد الأسهم/1 | السعر/2 | القيمة السوقية للأسهم/3(1×2) | الوزن لكل سهم |
|---|---|---|---|---|
| A | 150 | 10 | 1500 | 100×(125001500÷)=%12 |
| B | 200 | 20 | 4000 | 100×(125004000÷)=%32 |
| C | 500 | 14 | 7000/المجموع/12500 | (125007000÷)=%56 |

(1) محمد إبراهيم الشبلي ود.طارق إبراهيم الشبلي، مقدمة الأسواق المالية، مصدر سابق، 152-154

∴ قيمة المؤشر في اليوم الأول (الأساس)

$$\frac{\text{(وزن السهم A × سعره) + (وزن السهم B × سعره) + (وزن السهم C × سعره) .....الخ}}{\text{(وزن السهم A × سعره) + (وزن السهم B × سعره) + (وزن السهم C × سعره) .....الخ}} \times 100$$

إذ يبقى المقام ثابت والذي يمثل يوم الأساس لاحتساب هذا المؤشر

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}\times100=100$$

وعلى افتراض أن أسعار الأسهم في اليوم الثاني قد تغيرت من (10، 20، 14) إلى (11، 20.5، 13) على التوالي، وتبعاً لذلك فإن القيمة السوقية للأسهم سوف تتغير لتصبح (1650، 4100، 6500) على التوالي، بالإضافة إلى تغير الوزن لكل سهم ليصبح (13.5٪، 33.5٪، 53٪) على التوالي، لتصبح قيمة المؤشر في اليوم الثاني كالآتي:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني=

$$\frac{\%53\times13+\%33.5\times20.5+\%13.5\times11}{\%56\times14+\%32\times20+\%12\times10}\times100=98.7$$

وعليه فإن عائد السوق في اليوم الثاني مقارنة باليوم الأول=

$$\frac{100-98.7}{100}=-0.013$$

نلاحظ أن سعر السهمين (B,A) قد ارتفعا، في حين أن سعر السهم(C) قد انخفض، ولذلك فإن قيمة المؤشر انخفضت من 100 الى 98.7، وذلك بسبب التحيز للقيمة السوقية الأعلى، وهذا قد أدى إلى انخفاض عائد السوق تبعاً لذلك بمقدار (-0.013) نقطة، ويعود حساب هذا المؤشر إلى بداية الأربعينات، ويلاحظ كذلك:-[1]

1- أن هذا المؤشر أكثر شمولية من المؤشرات المبنية على أساس الأسعار.

---

(1) محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية، مصدر سابق، 155.

2- يعتمد على القيمة السوقية للشركات المكونة له، وبالتالي لا يحتاج إلى تعديل عند التوزيعات بالأسهم.

**ثالثاً:- المؤشرات المبينة على أساس الأوزان المتساوية**

**Equally – Weighted Index**

يعتمد حساب قيمة هذا المؤشر على افتراض أنه يحسب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها هذا المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار مثلما في المؤشر المبني على أساس الأسعار (وهي أحد العيوب التي يعاني منها هذا المؤشر)، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر (الأوزان المتساوية) وتعكس اتجاهاً حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالآتي:- [1]

1- تحديد وزن نسبي يساوي واحداً للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر).

2- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{الوزن النسبي} = \frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{سعر السهم}}$$

3- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

ويلاحظ على المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية، أن الأوزان النسبية التي يتكون منها هذا المؤشر تظل ثابتة لا تتغير إلا في حالة قيام أحدى المنشآت التي يتكون منها المؤشر بعملية اشتقاق لأسهمها (زيادة عدد الأسهم التي

---

(1) – د. عبد الغفار حنفي، أساسات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 98 – 100.

- د. عيسى محمد الغزالي، تحليل الأوراق المالية، مصدر سابق، 8.

يتكون منها هذا المؤشر وتكون تلك نتيجة اندماج بعض الشركات) ولتوضيح كيفية بناء هذا المؤشر نفترض المثال الآتي:- [1]

ظهرت أسعار ثلاثة أسهم تستخدم مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية وكالآتي (C , B , A) وبسعر (160 ، 80 ، 20) على التوالي وبالتالي يمكن حساب قيمة هذا المؤشر من خلال الخطوات الآتية:

1- جعل الوزن النسبي للسهم صاحب أصغر قيمة يساوي 1 ($\frac{20}{20}$).

2- الوزن النسبي للسهم (C)=1.

3- الوزن النسبي للسهم (A)=$\frac{20}{160}=\frac{1}{8}$.

4- الوزن النسبي للسهم (B)=$\frac{20}{80}=\frac{1}{4}$.

∴ قيمة المؤشر (يوم الأساس) = حاصل ضرب أسعار الأسهم × أوزانها النسبية

$$= 1\times20+\frac{1}{4}\times80+\frac{1}{8}\times160$$

= 20+20+20 = 60، إذ نلاحظ أن بداية تكوين هذا المؤشر يستخدم قيم متساوية لكل سهم عند تكوينه وهي 20.

ولنفترض أن سعر السهم (B) قد ارتفع بنسبة (25٪) أي ما يعادل (1.25×80=100) في اليوم الثاني مع افتراض بقاء أسعار الأسهم الأخرى ثابتة وعدم وجود اشتقاق لأسهم أخرى وعليه فإن:

قيمة المؤشر في اليوم الثاني= $1\times20+\frac{1}{4}\times100+\frac{1}{8}\times160$

= 20+25+20 = 65

∴ عائد السوق لليوم الثاني مقارنة باليوم الأول (الأساس)=

(1) د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 55.

$$0.083=\frac{60-65}{60}$$

وهذا يعني أن ارتفاع سعر السهم (B) أدى إلى تغير عائد السوق بمقدار (0.083) نقطة، وبالتالي فإن اتجاه السوق اتجاه صعودي.

أما في حالة اشتقاق السهم (A) إلى أربعة أسهم فإن سعر السهم بعد الاشتقاق سيصبح= $\frac{160}{4}$ =40

والوزن النسبي للسهم (A)= $\frac{20}{40}=\frac{1}{2}$

وقيمة المؤشر في اليوم الثالث= $40\times\frac{1}{2}+100\times\frac{1}{4}+20\times 1$

$$= 20+25+22.5 = 67.5$$

وبالتالي فإن عائد السوق في اليوم الثالث مقارنة مع اليوم الأول (الأساس)= $\frac{60-67.5}{60}$ =0.125 نقطة وهكذا.

رابعاً:- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي **Relative – Price Index**

فكرة حساب ها المؤشر تعتمد على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلاً) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ومن ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في (أساس المؤشر)(*)، ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو الآتي:[1]

---

(*) أساس المؤشر هو قيمته عند تكوينه، إذ يتم تحديدها من لدن الخبراء القائمين على بنائه وعادةً ما تعادل هذه القيمة (100) أو مضاعفاتها.

(1)

- د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 56.
- د. عبد الغفار حنفي، اساسات الاستثمار، مصدر سابق، 101 – 102.

1- حساب السعر النسبي لكل مؤشر= $\frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة الأقدم}}$.

2- حساب الوسط الهندسي للأسعار:-

الوسط الهندسي للأسعار=(السعر النسبي للسهم الأول × السعر النسبي للسهم الثاني × السعر النسبي للسهم الثالث × ........الخ) $\frac{1}{n}$

إذ أن n/ تعني عدد الأسهم.

3- حساب قيمة المؤشر=الوسط الهندسي × أساس المؤشر

وفي ماياتي نتناول مثالاً توضيحياً افتراضياً لكيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي وكالآتي:- (1)

ظهرت أسعار أربعة أسهم تستخدم في حسابها مؤشر موزون على أساس التناسبية (A ، B ، C ، E) والسعر في اليوم الأول (20 ، 35 ، 40 ، 18) على التوالي، والسعر في اليوم الثاني (22 ، 33 ، 45 ، 22) على التوالي، إذا علمنا أن أساس المؤشر يبلغ (105)، وبالتالي فإنه يمكن حساب قيمة المؤشر في اليوم الثاني وباستخدام الوسط الهندسي للأسعار وكالآتي:-

- حساب السعر النسبي للسهم A = $\frac{22}{20}$ = 1.1.
- حساب السعر النسبي للسهم B = $\frac{33}{35}$ =0.94.
- حساب السعر النسبي للسهم C = $\frac{45}{40}$ = 1.12.
- حساب السعر النسبي للسهم E = $\frac{22}{18}$ 1.22.

(1) د. محمد صالح الحناوي ود. جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 260.

- الوسط الهندسي=$(1.22 \times 1.12 \times 0.94 \times 1.1)^{\frac{1}{4}}$ =1.59.

- قيمة المؤشر=1.59 × 105=114.45.

∴ عائد السوق في اليوم الثاني بمقارنته باليوم الأساس= $\frac{105 - 114.45}{105}$ =0.09 نقطة وهكذا.

خامساً:- الرسوم البيانية Charts

تستعمل الرسوم البيانية لتوضيح تحرك أسعار الأسهم في سوق الاوراق المالية، وبالتالي الاتجاه العام للسوق، إذ تعد الرسوم البيانية من الوسائل المهمة التي يستخدمها المحللون الفنيون أو دعاة التحليل الفني، فنماذج أسعار الأسهم المبينة في الرسوم البيانية من شأنها إعطاء المستثمر جميع المعلومات اللازمة لشراء الأسهم وبيعها، وذلك في الوقت المناسب، ويبين دعاة التحليل الفني أن المستثمر يمكن أن يقوم بالبيع والشراء دون الحاجة، إلى معرفة اسم الشركة أو نوع العمل الذي تقوم به، المهم فقط القيام بتفسير الرسوم البيانية لمعرفة الخطوات المقبلة، فهم يعتقدون أن الخط البياني أسهل الطرق وأبسطها المستخدمة لعرض الأسعار وتسجيلها على الإطلاق، فهو يعبر عن أسعار تداول الأقفال فقط(*) Close Only Chart، إذ يعدون سعر الأقفال هو أهم سعر في جلسة التداول (فهو بمنزلة الإعلان عن التسمية النهائية للمباراة بين الثيران والدببة كما يشاءون أن يطلقوا هذه التسمية)، ويمكن التمييز بين أنواع عدة من الرسوم البيانية المستخدمة في التحليل الفني وكالآتي:-

1- الخط البياني Line Chart

في الشكل (19) يعبر المحور الرأسي عن السعر، أما الأفقي فيعبر عن الزمن، ويتم تسجيل أسعار الأقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة

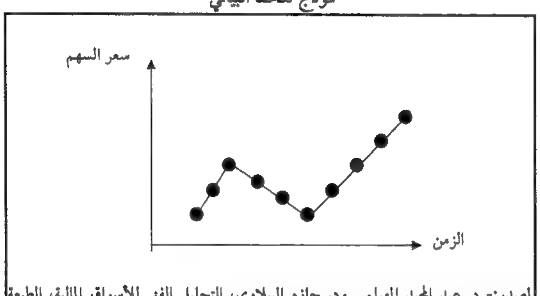
---

(*) أصبح من اليسير مع انتشار استخدام الكمبيوتر في رسم الخرائط البيانية وبدقة (اختيار أي من سعر الفتح أعلى أو ادنى).

الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المثالية بعضها ببعض بخط ممهد فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار.

**شكل (19)**

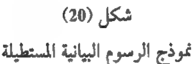
**نموذج للخط البياني**




المصدر:- د. عبد المجيد المهيلمي ود. حازم البيلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الثانية، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، 2005، 63.

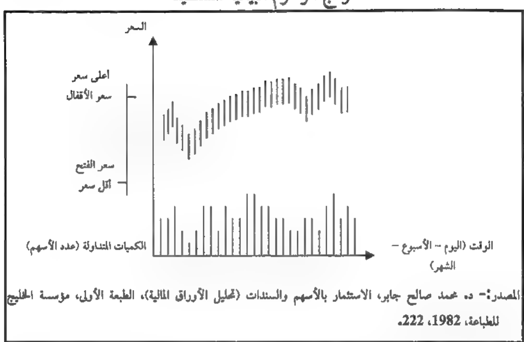
**2- الرسوم المستطيلة (الأعمدة البيانية) Bar Charts**

الشكل (20) يوضح نموذجاً لنوع من الرسوم البيانية، إذ أن الأسعار والكميات المتداولة تتبين في المحور الرئيسي من الشكل، أما فيما يخص الخط الأفقي فيمثل الوقت وكالآتي:



شكل (20)

نموذج الرسوم البيانية المستطيلة




المصدر:- د. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات (تحليل الأوراق المالية)، الطبعة الأولى، مؤسسة الخليج للطباعة، 1982، 222.

ويتم ربط أعلى سعر وأدنى سعر لكل مدة زمنية بخط عمودي، فسعر الأقفال يرمز له بعلامة أفقية صغيرة من ناحية اليمين (ناحية المدة الزمنية اللاحقة)، وسعر الفتح بعلامة صغيرة من ناحية اليسار (ناحية المدة الزمنية السابقة).

**3- طرائق بيانية اخرى**

وتتضمن هذه الطرائق الآتي:-

**أ- الشموع اليابانية Japanese Candle Sticks**

تستخدم هذه الطريقة لرصد وتسجيل الأسعار وتسجيلها، وهي شبيهة نوعاً ما بمخططات الأعمدة، إذ تحتوي على جميع المعلومات التي تسجلها الأعمدة بالإضافة إلى سعر الفتح الذي أعطاه اليابانيون أهمية خاصة، وهو ما دفع بالكثير من المحليين الفنيين إلى استخدام النموذج بدلاً من الأعمدة[1].

(1) للمزيد ينظر:-

د.عبد المجيد المهيملي ود.حازم البيلاوي، التحليل الفني للأوراق المالية، مصدر سابق، 64.

ب- بونيت أندفيجر Point and Figure

هذه الطريقة لرصد الأسعار تختلف عن باقي الطرق البيانية السابقة، إذ إنها تغفل تماماً عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار (رسم للسعر فقط) فكل ما يهم الرسام البياني (المحلل) هو التغيرات السعرية التي تفوق حداً معيناً أي تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل مدة زمنية مثلما هو متبع في باقي الطرائق البيانية، إذ يظل السعر دون تغيير يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، وهذا يعني عدم تسجيل أي شيء في خريطة السعر ويبقى الرسم البياني للأسعار مثلما هو من دون تغيير أو تعديل لمدد.

المطلب الخامس:- المؤشرات الرئيسة لأهم الأسواق المالية الدولية

أولاً:- أهم المؤشرات الرئيسة لأهم الأسواق المالية الأميركية والاوربية

تبرز أهمية المؤشرات العالمية للأسواق المالية مثل داوجونز وفنانيشيال تايمز ونيكي وكاك....الخ من المؤشرات المالية الأخرى، وبإيجاز يمكن معرفة ماذا تعني تلك المؤشرات، إذ إن وجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق مالية ولصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن تغير الأسعار (ارتفاع والخفاض)، ارتأى المتعاملون في السوق التوصل إلى اعتماد مؤشر خاص لكل سوق مالية، فهو الذي يمثل متوسط أسعار الأسهم يومياً، ويتم الاعتماد عليه في عمليات التداول، بالإضافة إلى ذلك الاعتماد عليه في مراقبة نشاط السوق وتمكين المستثمر في بناء توقعاته الخاصة بإدارة محفظته الاستثمارية، ومن أبرز المؤشرات العالمية هي:- [1]

1- مؤشر داوجونز الصناعي DJIA (سوق نيويورك المالي):-

يمثل الداوجونز الصناعي المرتبة الأولى في العالم، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المتعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، والتي تمثل أكبر سوق مالية في العالم، إضافة إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته

---

(1) المصدر السابق نفسه، 298.

أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى، إذ يسهم هذا المؤثر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات[1].

**2- مؤشر آيبكس الأسباني (IBEX):-**

ويضم هذا المؤشر (35) شركة وهي من أكثر الشركات سيولة في السوق الأسبانية، وهو المؤشر الرئيسي للسوق الأسبانية، ووضع بقيمة أساس (3000 نقطة) عام 1989.

**3- مؤشر داكس الألماني (DAX):-**

مؤشر ألماني يضم أسهم (30) شركة الأكثر تميزاً في بورصة فرانكفورت، بقيمة أساس (1000 نقطة) ووضع عام 1987.

**4- مؤشر ميب الإيطالي (MIB):-**

ويضم (30) شركة في إيطاليا وهذا المؤشر يتداول في سوق ميلانو بأساس (10000 نقطة) وضعت عام 1992.

**5- مؤشر آف تي البريطاني آوفوتسي (FT) or (Footsie):-**

مؤشر جريدة فانيشيال تايمز وأسهم أكبر (100) شركة مدرجة في سوق لندن المالي بدأ هذا المؤشر عام 1989 وبقيمة أساس (1000) نقطة.

**6- مؤشر آس- آم- آي السويسري (SMI):-**

وهو مؤشر مرجح برأسمال سوقي لأكثر من (21) شركة وأكثرها سيولة، ويتم تداولها بنظام السوق الالكترونية السويسرية للأوراق المالية، وبقيمة أساس (1500 نقطة) وضعت عام 1988.

---

(1) للمزيد ينظر:-

د.عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية، مصدر سابق، 53-54.

7- مؤشر كاك الفرنسي (CAC):-

ويمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم أكبر وأهم (40) شركة في سوق باريس وبأساس (1000) نقطة وضعت عام 1987.

ثانياً:- مؤشرات أسواق آسيا والباسيفيكي

ومن أهم المؤشرات الآسيوية[1]:-

1- مؤشر آ- آس- آكس الاسترالي (ASX):-

ويمثل مؤشر (ASX) أكثر من (200) شركة في سوق الأوراق المالية الاسترالية.

2- مؤشر نيكي الياباني (Nikkei):-

يعد من أهم المؤشرات الآسيوية على الإطلاق، ويتكون من أكبر وأهم (200) شركة مدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية، ويتم حسابه يومياً في جريدة (نايهن كازاي شمبون) منذ عام 1971 وهو متوسط مرجح لسعر السهم بالين الياباني، ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنوياً[2].

3-مؤشر تايكس التايواني:-

مؤشر مرجح برأسمال السوق، ويضم كل الأسهم المدرجة بالبورصة لمدة شهر على الأقل، بدأ بقيمة أساس (100) نقطة عام 1960.

4- مؤشر ستريت تايمز السنغافوري (STI):-

مؤشر غير مثقل يضم أهم (30) شركة ببورصة سنغافورة.

---

(1) د. عبد المجيد المهيملي ود.حازم البيلاوي، التحليل الفني للاسواق المالية، مصدر سابق، 299.

(2) للمزيد ينظر:-

محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، مصدر سابق، 155.

**5- مؤشر كوسي الكوري الجنوبي (Kospi):-**

يضم جميع الأسهم العادية المدرجة في السوق وبقيمة أساس (100 نقطة) وضعت عام 1980.

**6- مؤشر هانج سنج (هونج كونج):-**

ويضم (33) شركة تمثل نحو 70٪ من القيمة الرأسمالية لسوق الأوراق المالية في هونج كونج ومكونات هذا المؤشر تضم أربعة قطاعات فقط هي (التجارة والصناعة والمالية والمرافق العامة والعقارات)، وقد بدأت بقيمة أساس (100 نقطة) عام 1964.

**ثالثاً:- أهم مؤشرات مورجان ستانلي لرأس المال الدولية (أم- أس- سي- آي)**

**Morgan Stanly Capital International (M.S.C.I) Indexes**

تقوم شركة مورجان ستانلي بحساب مؤشرات للأسواق المالية العالمية، والتي صارت تسترشد بها أغلب المؤسسات الاستثمارية بالعالم في العقود الثلاثة الماضية لقياس ومقارنة أداء الاستثمار مع الأداء السوقي ككل، إذ تقوم مورجان ستانلي بتطبيق منهج واحد في بناء وتحديث مؤشرات (23) سوقاً متقدماً و(26) سوقاً ناشئاً، الأمر الذي جعل من عملية تجميع وتركيب هذه المؤشرات الخاصة ببلد ما أو صناعة معينة لبناء المقاييس الاسترشادية لمنطقة جغرافية أو قطاع أو صناعة محددة على المستوى العالمي أمراً ممكناً وذا معنى، إذ إن نحو (2000) مؤسسة على مستوى العالم أجمع تقدر استثماراتها بأكثر من (3) تريليون دولار تسترشد بهذه المؤشرات في قياس أدائها بالمقارنة مع أداء السوق ككل[1]، ومن أبرز هذه المؤشرات:-

---

(1) للمزيد ينظر:-

- خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، 301.
- د.عبد المجيد المهيلي ود.حازم الببلاوي، التحليل الفني للأوراق المالية، مصدر سابق، 301.

1- مؤشر مورجان ستانلي للأوراق الناشئة (M.S.C.I) Emerging Markets Index)

2- مؤشر مورجان لجميع دول العالم (M.S.C.I) All Country Word Index)

3- مؤشر مورجان ستانلي (للأسواق الناشئة) أوربا والشرق الأوسط وأفريقيا
(M.S.C.I-EM Emerging Markets- Europe, Middle East and Africa Index)

**رابعاً:- أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية**

تشهد الأسواق المالية العربية تطورات إيجابية في مجالات الإفصاح وتقنية المعلومات والخصخصة والأطر التنظيمية، ومما يعزز دور هذه الأسواق في استقطاب المزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية معاً، إذ تلعب هذه الأسواق دوراً مهمةً في الحياة الاقتصادية ودفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلدان العربية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها والمتمثلة بتعبئة المدخرات وتخصيصها للاستثمار وترشيد استخدام الموارد وخلق السيولة للأدوات المالية، بالإضافة إلى إمكانية توفير وسائل تمويل الاستثمارات الطويلة الأجل إلى أصول سائلة[1].

والجدير بالذكر إن هناك عدداً كبيراً من المؤشرات الخاصة بالأسواق العربية، والذي جاء نتيجة طبيعية لحداثة الأسواق في تلك البلدان من جهة، ومحاولة كل سوق أو شركة أو بنك استثماري بناء مؤشر خاص به من جهة أخرى، ولذا سوف تتم الإشارة إلى أهم مؤشر لكل بلد عربي أو يكون هذا المؤشر المعتمد الأكثر شيوعاً فيها وكالآتي:-[2]

---

(1) صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، الإمارات، 2005، 129.

(2) خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق، 246-256.

**1- مؤشر سوق عمان المالي (الأردن):-**

بدأ سوق عمان باحتساب الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية عام 1991 كسنة أساس وبقيمة (100 نقطة) إذ يقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة من (50) شركة ممثلة للسوق ثم بعد ذلك زيادتها إلى (60) شركة ثم إلى (70) شركة عام 2001، ليضم سوق عمان حالياً (70) شركة مساهمة، وهناك عدة معايير عدة لاختيار هذه العينة تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها وأهمها (القيمة السوقية للشركة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة)، مع الأخذ بنظر الاعتبار التمثيل القطاعي للعينة[1].

**2- مؤشر بنك أبو ظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة):-**

مؤشر مرجح يضم (52) شركة مدرجة في كل من سوق أبي ظبي ودبي للأسواق المالية، وهذه الشركات تمثل (75٪) من السوق الكلي الإماراتي والرأسمال السوقي قيمته (22) بليون دولار موزعة على القطاعات الآتية (18 مؤسسة مالية ومصرفية و12 شركة تأمين و 22 شركة خدمات)[2].

**3- مؤشر البحرين المالي:-**

وهو مؤشر مرجح يتألف من (24) شركة وينقسم على (6) مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات الآتية (البنوك والفنادق السياحية والتأمين والاستثمار والخدمات) وقد بدأ هذا المؤشر عام 1989 بقيمة (6) بليون دولار.

**4- مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية:-**

وهو مرجح بالقيمة السوقية لأسعار (35) شركة مدرجة في سوق الكويت للاوراق المالية من مجموع (90) شركة رأسمالها الإجمالي نحو (25) بليون دولار وتمثل القطاعات الآتية (8 شركات بنوك و20 شركة في قطاع الاستثمار و4

---

(1) د.أرشد فؤاد ود.أسامة سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 154.

(2) للمزيد في ذلك ينظر:-

صندوق النقد العربي، المصدر السابق، 131.

شركات في قطاع التأمين و13 شركة في القطاع العقاري و16 شركة في قطاع الصناعة و15 شركة في قطاع الخدمات و4 شركات في صناعة الأغذية)، فضلاً عن (10) شركات غير كويتية.

**5- مؤشر مازي (المغرب) ( MASI):-**

وهو مؤشر كامل للأسهم المغربية كونه مؤشراً كاملاً لرسملةالسوق ، ويضم مؤشر مازي جميع القيم من نوع الأسهم المسومة في بورصة الدار البيضاء، ويصل عدد الشركات المسجلة فيه حالياً إلى (69) شركة يبلغ إجمالي قيمة رؤوس أموالها حوالي (105) مليار دولار.

**6- المؤشر العام للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية:-**

تقوم مؤسسة ساما للنقد السعودي باحتساب المؤشر العام للأوراق المالية، إذ يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي، ويضم هذا المؤشر (76) شركة تمثل القطاعات الآتية (9شركات في قطاع البنوك و23 في قطاع الصناعة و8 شركات في الأسمنت و17 شركة في قطاع الخدمات و5 شركات في قطاع الكهرباء و9شركات زراعية).

**7- مؤشر مسقط للأوراق المالية (عمان):-**

وهو مؤشر عام للسوق بسلطنة عمان يضم (33) شركة منها (13) بقطاع البنوك والاستثمار و(11) شركة في القطاع الصناعي و(9) شركات في قطاع الخدمات.

**8- مؤشر سوق الدوحة (قطر):-**

وقد تم اعتماد المؤشر العام للأسعار في عام 1988 ب(100 نقطة) بوصفها أساساً، ويتم حساب هذا المؤشر للشركات المدرجة في سوق الدوحة للأوراق المالية.

**9- مؤشر بلوم (لبنان):-**

باشر مؤشر لبنان والمهجر للأسهم اللبنانية عام 1996 في بنك لبنان والمهجر للأعمال وقد حددت قيمته ب(100) نقطة مع تثبيت القيمة السوقية للأسهم ب(2.3) بليون دولار ويضم هذا المؤشر حالياً (16) سهماً، بالإضافة إلى صندوق استثمار مثقل بحجم قيمته السوقية وتحسب قيمة المؤشر على أساس نسبة القيمة السوقية المالية من القيمة السوقية الأساسية مضروبة بـ(1000 نقطة)[1].

**10- مؤشر كاس (مصر):-**

تم احتساب هذا المؤشر لبورصة القاهرة والإسكندرية عام (1998) وكانت قيمة هذا المؤشر (1000) نقطة ويضم (30) شركة تعد من أكبر الشركات من حيث السيولة والنشاط ويتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح لحساب الأسهم الحرة المتداولة، وسوف نتناول هذا المؤشر بالتفصيل في الفصل اللاحق.

## المبحث الثالث:- السوق المالية الكفوءة والمحفظة الاستثمارية

## Efficient Stock Market & Investment Portfolios

### المطلب الأول:-مفهوم السوق المالية الكفوءة وأبعادها الاقتصادية

**أولاً:- مفهوم كفاءة السوق المالي Concept of Efficient Stock Market (EM)**

(من المفاهيم الأساسية التي تم اكتشافها بالصدفة مفهوم كفاءة السوق، وذلك عندما حاول موريس كاندال دراسة سلوك أسعار الأسهم في محاولة منه لضبط نماذج متكررة من تلك الأسعار وفي مدد زمنية مختلفة من الرواج والكساد، إذ إن مفهوم كفاءة السوق المالية ليس مفهوماً مطلقاً وإنما مفهوم نسبي يتحدد بمدى طبيعة

---

(1) للمزيد من ذلك ينظر:-

- خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق، 131-136.

العلاقة بين أسعار الأسهم المتداولة فيه من جهة والمعلومات[*] المتاحة للمتعاملين معه من الشركات المدرجة من جهة أخرى، فالمعلومات وأنظمة الإفصاح المالي Disclosure (القوائم المالية)، هي إحدى المقومات الساندة لتطور أسواق الأوراق المالية بشكل عام وسوق رأس المال بشكل خاص، لا بل إن كفاءة هذه الأسواق تعتمد بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة، فضلاً عن المعلومات التي تتدفق من قنوات متعددة عامة وخاصة)[1].

إن مضمون كفاءة السوق، يعني مدى انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية (الأسهم) بشكل كامل وسريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية (الإفصاح المالي) أوفي المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير أداء آثار الحالة الاقتصادية في إدارة المنشأة، ففرضية السوق الكفوء (Efficient Market Hypothesis- EMH) تنص على إن سعر السهم السوقي هو سعر صحيح ويقدم إشارة دقيقة وصحيحة على اتجاه كفاءة تخصص الموارد طالما ان سعر السهم يعكس المعلومات المتاحة كافة التي من شأنها أن تؤثر في القيمة السوقية، بعبارة أخرى إن المستثمر يستوعب كل المعلومات المتاحة لاتخاذ قرارات البيع والشراء، ومن ثم فأن اسعار الأسهم تعكس كل المعلومات المفترض أن تؤثر فيها، وبالتالي فإنه في ظل السوق الكفوء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة (Fair value) تعكس تماماً قيمته الحقيقية أو العادلة أو الذاتية ( Intrinsic Value) التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر[2].

---

(*) يقصد بالمعلومات هنا مجموعة الإعلانات والتعليمات والأنظمة والأحداث الاقتصادية ذات الأثر في الأسهم المتداولة في السوق المالية.

(1) د.أرشد فؤاد التميمي ود.أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 134.

(2) د.عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (اسهم- سندات- وثائق استثمار- الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، 200.

وفي هذا الصدد يشير كل من فرنسيس وساميلس رولكس إلى إن السوق الكفوء هو ذلك الذي يحقق تخصصاً كفؤ للموارد الإنتاجية ( Allocation Efficiency) وبما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية[1].

ويرى كل من فاما (Fama) ولوري وبريلي (Lorie & Brealey) إن السوق المالي الكفوء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما إن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وإن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديم الأوراق المالية بالاضافة الى ذلك فقد اشار كل من ارجر (archer) وكوب (Gup) وكين (Keane) وكولب (Kolb) وديمونك (Demong) وروز (Rose) بأن السوق المالي الكفوء ذلك الذي يتوفر فيه المعلومات المناسبة للتسعير، أي تقديم جميع الأوراق المالية، بحيث تكون هذه المعلومات متوفرة للجميع المقترضين – المدخرين وبأقل الكلف[2].

ونرى إن كفاءة السوق المالية تتحقق إذا ما استجابت أسعار الأسهم في سوق رأس المال وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه سواء كانت أحداث سياسية أو مالية أو اقتصادية أو أية أحداث أخرى والتي من شأنها أن تغير نظرتهم (المتعاملين أو المستثمرين) إلى المنشأة أو الجهة المصدرة للسهم، إذ غالباً ما تتجه الأسعار صعوداً وهبوطاً تبعاً لطبيعة الأنباء إذا ما كانت تفاؤلية أو تشاؤمية.

وبناء على ذلك كله فإن مفهوم (EM) هو مفهوم مثير للاهتمام، فلكي يكون السوق كفوءاً لا بد أن يوجد عدد لا بأس فيه من المستثمرين الذين يعتقدون

---

(1) المصدر السابق، 213.

(2) للمزيد ينظر:-

- ابراهيم رسول هاني، اثر اسواق رأس المال في النمو الأقتصادي، (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة)، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2005، 69 – 70.

إن السوق غير كفوء، وبالتالي فإن هذا التوقع أو الاعتقاد يدفع كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للافادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، مما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل قيمته الحقيقية، وحينئذ تتحقق للسوق الكفاءة التي تنشدها، دون أن يحقق أي منهم الأرباح غير العادية التي كان يسعى إلى تحقيقها.

ثانياً:- الأبعاد الاقتصادية للسوق المالي الكفوء

إن السوق المالي الكفوء ذو أهمية بالغة لكل من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري ويتجلى ذلك عموماً من خلال ما يؤديه من أهمية اقتصادية وكالآتي:[1]

1- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح، إذ إن أسعار الأوراق المالية المحددة في ظل السوق المالي الكفوء تعكس كلياً جميع المعلومات المناسبة المتوفرة، وبالتالي فهي بمنزلة إشارات دقيقة للقيم الحقيقية (تقييم الأوراق المالية).

2- إن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف أو بحدها الأدنى مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة فيه، ومن ثم يتجه رأس المال نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المربحة.

3- التسعير العادل (Fair Pricing) للأوراق المالية المتداولة، ففي ظل فرضيه (EM) فإن مشتري الورقة المالية يتوقع أن يدفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فإن البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه، وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة، مما يعني إن السوق الكفوء هو الذي يعكس تماماً القيم الحقيقية للأصول المتداولة.

---

(1) د.منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مصدر سابق، 9-10.

4- حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفوء، طالما إن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات بشكل رخيص ويسير وواسع مما يسمح لجميع المتعاملين أو المستثمرين من الحصول عليها (المعلومات) واستخدامها في صياغة توقعاتهم المستقبلية للأسعار.

5- الحد من حالات المضاربة المالية (Financial speculation)، إذ إن أسعار السوق المالية الكفوء تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب للمعلومات غير الصحيحة التي ربما يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية، فإذا كان مقدار الاستجابة للمعلومات صحيحاً وموضوعياً، فإن ذلك يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكلية وازدياد الثقة بالسوق المالية بما يسهل عملية تدفق رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات الجديدة، وبالتالي فإن الكفاءة في السوق المالي تتسبب في إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين فيه.

## المطلب الثاني:- مستويات كفاءة السوق المالي

تتخذ صيغ كفاءة السوق المالية أشكالاً ثلاثة في ضوء سعة والمعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفرة المعلومات وكلفتها (Availability & Costs) ويمكن تحديد المستويات المتفق عليها وكالآتي:-

### أولاً:- مستوى الكفاءة الضعيف الصيغة الضعيفة (Weak- Frw Efficient WF)

تعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية ( Random Walk Theory) للأسعار والتي تعني رفضاً كلياً للتحليل الفني الذي سبقت الإشارة إليه، إذ بموجب هذا النموذج فإن أسعار الأسهم والسندات يفترض أن تعكس معومات ضمنية مستقاة من التسلسل التاريخي للأسعار أي إن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة، وبالتالي فهي لا تحتوي على معلومات مفيدة للتوقع بالأسعار

المستقبلية، وعليه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً، طالما إن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وهذه المعلومات متاحة وشائعة للجميع (Publicly Available) لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك لا يوجد أحد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادراً على تحقيق عائد استثنائي لأن مستوى المخاطرة قد جرى تحديده للجميع استناداً إلى المعلومات التاريخية، وفي ضوء ذلك فسوف تكون التحركات في أسعار الأسهم والعوائد مستقبلاً مستقلاً تماماً عن المتغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد في المدد الماضية، وهذا يعني إن التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة بشكل كامل عن بعضها البعض، وغياب الأنماط الدورية ذات الأهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية[1].

ويتضح مما تقدم إن المشتركين في ظل افتراضات هذه الصيغة يستجيبون للمعلومات والأحداث الاقتصادية الجديدة فقط وهذا بدوره ينعكس على أسعار الأصول المستقبلية، وعليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا ارباحاً غير اعتيادي عند الاعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لتلك الأسعار، هذا وقد تم إجراء العديد من الاختبارات لفحص الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق منها سلسلة الارتباط وقواعد التصفية واختبار الأنماط الدورية وبالإضافة إلى العديد من الدراسات الأخرى، والتي أكدت صحة فرضيات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق (W.F)[2].

(1) د.زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (الحقيقي المالي)، مصدر سابق، 128-129.

(2) للمزيد ينظر:- د.عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مصدر سابق، 218-223.

ثانياً:- مستوى الكفاءة شبه القوي (الصيغة شبه القوية)

**Semi- Strong Form Efficient (S.S.F)**

تقضي صيغة فرض شبه القوي، بأن أسعار الأسهم والسندات والأصول الأخرى في لحظة معينة تعكس كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني (Publicly Available Information) بما في ذلك الحركة التاريخية للأسعار بمعنى آخر إن أسعار الأسهم والأصول الأخرى لا تعكس فقط التغيرات السابقة، بل تعكس كذلك المعلومات المتوفرة والتنبؤات الخاصة بتلك المعلومات، إذ تؤكد فرضية (S.S.F) بأن جميع المعلومات التي تم نشرها يجب أن تنعكس مباشرةٍ على أسعار الأسهم والسندات وهذه المعلومات تتعلق بـ(الأسعار السابقة وتوقعات الأرباح الصافية والإعلان وتوزيعات الأرباح على المساهمين وبيانات عن الاقتصاد والتحليل الكلي سواء التوقعات الاقتصادية أو التغيرات في السياسة المالية والنقدية)، فإذا ما استطاع أي مستثمر الحصول على هذه المعلومات من خلال مصادر فإنه من المتوقع أن تكون هذه المعلومات قد انعكست على أسعار تلك الأصول[1].

ألا إنه تجدر الإشارة هنا إن الاستجابة قد تكون في بداية الأمر غير صحيحة، ولذلك فإنه من غير المرجح للمشتركين الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقويم الورقة المالية أن يحققوا عوائد غير اعتيادية، كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقويم وتحليلها تلك المعلومات ولكن بعد مضي وقت قصير تعطى وجهة نظر نهائية بشأن أهمية تلك المعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم، ليتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية، خصوصاً إذا ما استطاع أن يدرك من البداية (أي منذ وصول المعلومات) الاستجابة الصحيحة للأسعار أي أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات، وعندئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية، والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية

(1) د.منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مصدر سابق، 20.

للسهم قبل الوصول المعلومات وبين قيمته الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة[1]. ولقد اختبرت صيغة الكفاءة للسوق شبه القوية[*] بصورة مباشرة من خلال قياس استجابة الأسعار السوقية لمحتوى الإعلان عن الأرباح وتوزيعات الأرباح واشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة والإعلانات عن الاندماج وتغيير الطرائق المحاسبية ومعدلات الفائدة من لدن البنك المركزي إلى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح للجميع دون استثناء، فكانت نتائج الدراسات بهذا الشأن دائماً محل اختلاف، علماً بأن الفرضية تبقى متاحة فقط لمن يمتلك معلومات خاصة (Insider) لتحقيق أرباح غير اعتيادية، ومن الدراسات التي تدعم هذه الفرضية هي دراسة الحدث وتحليل البواقي، والتي ركزت على اختيار عملية التعديل في أسعار الأسهم وقياسها نتيجة الأفصاح عن معلومة جديدة.

**ثالثاً:- مستوى الكفاءة القوي (الصيغة القوية) Strong Form Efficient (S.F)**

تقتضي هذه الصيغة أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وكذلك المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين، والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، إضافة إلى المتخصصين في تحليل الأوراق

---

(1) د.أرشد فؤاد ود.أسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 143.

(*) ولعل أهم من قام بهذه الدراسات :-

- Gonedes 1970, Waud 1971, Jensen 1969, Fisher & Randall 1987, Fama 1969, Wooddruff & Senchacle 1976, Charest 1976, Miller & Reilly 1987, Schwert 1981, Jeong 2002, Barnes 2002, Ven Katech 1989, Stichel 1991, Peterson 1987……ents.

للمزيد ينظر:-

- د.عبد الغفار حنفي، الاستثمارات في الأوراق المالية، مصدر سابق، 224-226.
- نبيل مهدي الجنابي، العلاقة بين تقلبات الأسهم والتضخم والتوقعات في أسواق ناشئة، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، 2005، 46- 56.

المالية- وصناع السوق، وهذا يعني إنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرات محللي ومستشاري الاستثمار في السوق، ويعود السبب في ذلى إلى إن التغييرات في سعر الورقة المالية (السهم) تغييرات عشوائية مستقلة، وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية)، فإن أسعار السوق لن تعكس بالكامل على جميع المسلومات، بعبارة أخرى إنه لا تتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من لدن فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية، وهذا يعني إن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفراً)، لان الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها الحقيقية، وبالتالي تقتضي الحاجة حينئذ وجود المحللين الماليين(1).

ولقد اختبرت صيغة (S.F)(*) بطريقة غير مباشرة أيضاً من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين كبار العاملين وصناع السوق والمؤسسات المالية المختصة في الاستثمار والتي يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لأنتاج لأي مستثمر عادي بذات السرعة، فأشارت نتائج تلك الدراسات إلى عدم وجود دليل يؤكد قدرة تلك الفئات على تحقيق عائد يفوق ذلك الذي يمكن أن يحققه مستثمر بسيط يتبع استراتيجية (اشترى واحتفظ).

ويتبين من مستويات الكفاءة المختلفة، إن هناك خلافاً على حقيقة المستوى القوي والشبه القوي للكفاءة، وإن المستوى الضعيف يحظى بقبول عام عند محللي الأوراق المالية وعموم المشتركين في السوق مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير

---

(1) فائق جبر النجار، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، مجلد/21، العدد/4، الأردن، 10، 2002.

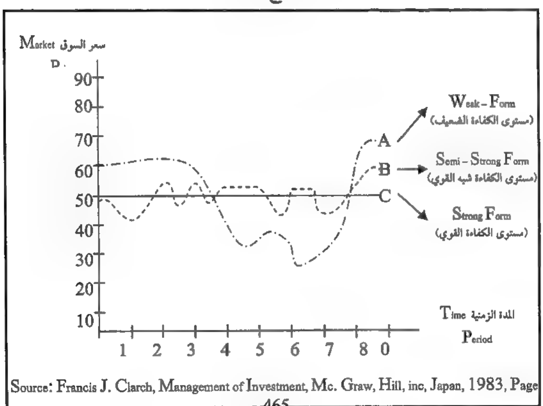
(*) ولعل أبرز تلك الدراسات التي اكتشفت تلك الحقيقة الدراسة التي قام بها كل من (-Cumby & Glen\ 1990, Blume & Crockell\ 1970 –Jensen\ 1986) للمزيد من ذلك ينظر:-

- د.عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مصدر سابق، 227-230.

اعتيادية بالاعتماد على تحليل الأسعار السابقة، ووفقاً لما تتضمن الصيغ الثلاث للكفاءة، يمكن القول إن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل مستوى تتدرج من حيث السعة والشمول من بالمفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل لها، هذا بجانب تداخل المستويات الثلاث مع بعضها الأخر، فالمعلومات ذات العلاقة بالمستوى القوي تضم معلومات كل من المستوى شبه القوي والضعيف، وإن المستوى شبه القوي يتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية للمستوى الضعيف[1] والشكل (21) يوضح طبيعة العلاقة بين المستويات الثلاثة للكفاءة.

**شكل (21)**

**العلاقة بين صيغ الكفاءة الثلاث**



Source: Francis J. Clarch, Management of Investment, Mc. Graw, Hill, inc, Japan, 1983, Page 465.

(1) Shrpe, F.William & Alxander, JGordan, Investment, 4th.ed, Printice Hall.Inc, 1990, Page 79.

يتضح من الشكل (21) إن سوق رأس المال لكي يكون كفوءاً بالمستوى شبه القوي لا بد أن يكون كفوءاً بالمستوى الضعيف أولاً، ولكي يكون كفوءاً بالمستوى القوي لا بد أن يكون كفوءاً بالمستوى شبه القوي والضعيف، فالمنحنى (A) يعكس التباين الكبير ما بين سعر الورقة المالية في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية ليؤشر بذلك المستوى الضعيف، في حين إن المنحنى (B) يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق (القيمة السوقية) وقيمتها الحقيقية (تباين صغير/ المستوى شبه المنحرف)، ففي حين يكاد يكون التباين بين سعر الورقة المالية وقيمتها الحقيقية مساوياً صفراً، فإن السوق المالية يكون كفوءاً بقوة أي إن الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر، طالما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة المالية التي يعكسها الخط المستقيم.

المطلب الثالث:- سمات السوق المالي الكفوء

لكي يحقق السوق المالية هدفها في التخصص الكفوء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى، ينبغي توافر متطلبات أو عناصر أساسية:-

أولاً:- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

**Price Efficiency (External Efficiency)**

ويطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، والتي يقصد بها إن المعلومات الجديدة تصل المتعاملين في السوق بسرعة (أي دون فاصل زمني)، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كافة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهضة، وهذا يعني إن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، فضلاً عن ذلك ينبغي أن تكون المعلومات صادقة مع إمكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها بمعنى إن تسعير الورقة المالية قائم على أساس المعلومات وليس على أساس إشاعات، وبالتالي فإن أسعار السوق المالية الكفوء في الخارج هي الأسعار التي تمثل في أي وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم أو التقدير الأمثل لقيمتها الحقيقية، وبهذا

يصبح التعامل في ذلك السوق بمنزلة مباراة أو لعبة عادلة (Fair Game Market)، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، الا إنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً استثنائية أو غير عادية على حساب الاخرين، ولكن إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمراً صعباً في مثل هكذا سوق، فإنه ليس بالأمر المستحيل[1].

**ثانياً:- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية Operational Efficiency (Internal**

وتدعى بالكفاءة الداخلية التي تعني إمكانية تحقيق التوازن في (Efficiency) السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية للتوسيط (السمسرة)، أو حتى مزايا استثنائية (تحقيق هامش[*] ربح كبير وفعال فيه (Bid- Ask Spread) لصناع السوق (التجار والمتخصصين)، ولكي تكون الأسواق المالية كفوءة تشغيلياً يقتضي:-[2]

1- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر.

2- لابد من التنافس بين صناع السوق وبين السماسرة وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق المالية التشغيلية.

---

(1) للمزيد ينظر:-

- د.عيسى محمد الغزالي، تحليل الأوراق المالية، مصدر سابق، 10.
- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مصدر سابق، 17.

(*) يقصد بالهامش أو المدى الفرق بين السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة المالية (Bid or Offering Price) والسع الذي يطلبه عند بيعها (Ask Price)، إذ غالباً ما تقاس الكفاءة التشغيلية بمدى الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء والعلاقات بينهما عكسية، بمعنى إنه كلما قل الفارق بين السعرين زادت الكفاءة التشغيل للمزيد من ذلك ينظر إلى:-

- د.خليل الهندي، وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق، 66.

(2) إبراهيم رسول هاني، أثر الأسواق المالية في النمو الأقتصادي، مصدر سابق، 79 – 80.

ويتضح من مفهوم كفاءة التشغيل، إن كفاءة التسعير تعتمد بشكل كبير على هذه الكفاءة، فلكي تعكس الأسعار السوقية للورقة المالية المعلومات بشكل كامل وسريع، فإنه لابد أن تكون كلفة تنفيذ الصفقة عند حدودها الدنيا، وبالشكل الذي يسوغ الجهد المبذول للحصول على المعلومة الجديدة وتحليلها، وبغض النظر عن حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومة في سعر الورقة المالية.

ثالثاً:- الكفاءة التنظيمية للسوق **Organization Efficiency Market**

وتتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر الآتية:-[1]

1- توافر إطار تنظيمي واضح للسوق، إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته (السوق) إذ تحدد من خلالها السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفتعل لأسعار الأسهم.

2- تنظيم مهمة الوساطة، إذ تؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض وطلب الأسهم لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه.

3- كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها، إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال.

4- الرقابة الفعالة من لدن الأجهزة الفنية المختصة، إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة وفي الوقت المناسب أعمال السوق.

---

(1) د.سمير عبد الغني محمود، المفهوم الشامل لكفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة البنوك، العدد /5، الاردن، 1989، 968.

رابعاً:- الكفاءة الفنية للسوق Technical Efficiency Market

تتحدد الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الآتي:- [1]

1- تعدد أدوات الاستثمار، وتظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم أساساً للتعامل في تفادي كثير من الأزمات والهزات الاقتصادية، بما يوفره ذلك من توزيع مخاطر الاستثمار، على الرغم من إن المستثمر يفضل عادةً التعامل مع الأسهم نظراً لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تحققها لحامليها، الا إنه لا يجب الاقتصار على التعامل فيها والاستثمار في أدوات أخرى (كالسندات وشهادات الاستثمار وأذونات الخزانة.....الخ من الأدوات).

2- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول، إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لأهواء الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

خامساً:- الأمان

ويقصد به توفير الحماية ضد المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها المستثمر.

ويتضح لنا من خلال استعراضنا لسمات كفاءة السوق المالية، إن كلاً من كفاءة التسعير والتشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على استمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفوء للموارد المالية المتاحة، ومن خلال وجود نظام كفوء وفعال للمعلومات المحاسبية تظهر من خلالها المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة التي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه استثماراته نحو الأسهم الأكثر ربحية.

---

(1) فائق جبر النجار، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مصدر سابق، 11.

المطلب الرابع:- السوق الكفوء والتوقعات العقلانية

**Rotational Expectations (RE) & Efficiency Market**

(إن فرضية السوق الكفوء (EMH) \هي التطبيق العملي لنظرية التوقعات العقلائية (RE) في سوق الأوراق المالية، طالما إنه لا يمكن أن تكون أسعار الأسهم والأصول الأخرى متوقعة بأعلى أو أقل من سعرها الحقيقي ففي ظل هذه الفرضية يقوم السوق بتقدير عوائد الأسهم المستقبلية بكفاءة عالية وكما سبق القول في الفصل الأول أن اقتصاديي التوقعات العقلائية ومنهم روبرت لوكاس ( Robert Lucas) وسيرجنت توماس (Sarrgant Thomas) يذكران إن للحكومة دوراً ضعيفاً في السوق، ويبدءون في تحليل ذلك الدور بسوق الأوراق المالية، ثم ينتقلون إلى الأسواق الاوسع في الاقتصاد)[1].

إن معظم ما يجري في الأسواق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها، لذلك يكاد أن يكون هذا السوق (الكفوء) سبباً للإسقاطات المستقبلية (Future's Projections)، والتوقعات كونها أساس القرار الاستثماري في الأسواق المالية لا تعني رجاحة التنجيم على العقلانية، بل العكس هو الصحيح، إذ إن (RE) منهج أساس في التحليل والتنبوء بالأحداث، فتحديد القيمة المحورية (Intrinsic) للورقة المالية قائم على توقعات العائد المستقبلي خلال عمر الورقة، وكذلك معدل الخصم القائم على معدل العائد المرغوب للمستثمر أو من خلال سلوك التحوط (Hedging) وحتى اختيار أسلوب تنويه المعاملات بواسطة الحساب الهامشي، إذ إنها جميعاً مداخل للتوقعات العقلائية تستهدف تعظيم الانتفاع بالقرار الاستثماري[2].

---

(1) للمزيد في ذلك ينظر:-

- نبيل مهدي الجنابي، العلاقة بين اسعار الاسهم والتضخم، مصدر سابق، 10.

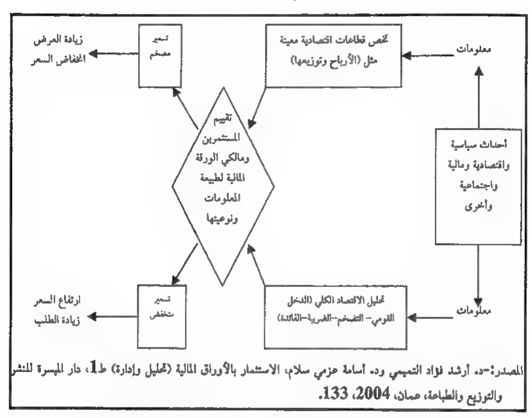
(2) د.محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مصدر سابق، 275.

إن ترجيح العقلانية في عمليات التنبؤ بالأحداث المستقبلية تتطلب تدفقاً معلوماتياً كبيراً من حيث الحجم والدقة والتفاصيل، مشكلاً المزية الرئيسة للأسواق المالية، إذ تعد المعلومات بمنزلة البناء التحتي (Infrastructure) للبورصات والأساس العقلائي الرشيد لبناء التوقعات، طالما كانت عمليات الاستثمار ذات مضمون مستقبلي فالمقرضون والمقترضون وصانعو سياسات التمويل يحتاجون إلى بيانات عن الأسعار والعوائد على القروض والأوراق المالية لبناء تصور عن تلك الأسعار والعوائد مستقبلاً.

وتعد المعلومات من أهم الأركان الساندة لنجاح بورصات الأوراق المالية وتطورها، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية والتخصيص الكفوء للموارد المالية، وتنعكس أهمية المعلومات (المالية والاقتصادية والأخرى) على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة البورصة، ودرجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها بالإضافة إلى الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني، لذا فإن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ السوق وظروفه يجنب المتعاملين فيه التسعير الخاطيء مع إيضاح مستقبل أداء الاستثمارات، والشكل (22) يوضح أهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سوق المستثمرين وحملة الأوراق المالية عند التسعير.

## شكل (22)

## دور المعلومات في آلية تسعير الورقة المالية




المصدر: - د. أرشد فؤاد التميمي ود. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة) ط**1**، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، **2004**، **133**.

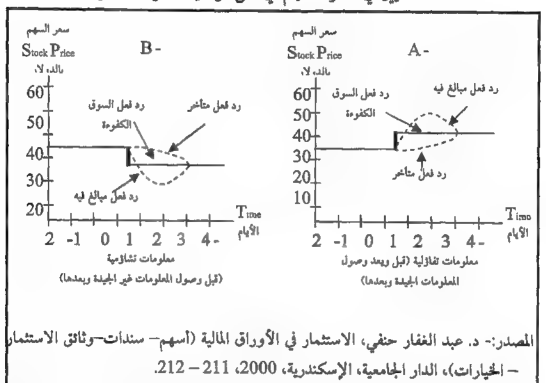
يتضح من الشكل (22) إن دراية المستثمرين في سوق الأوراق المالية بظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية والعوائد المتوقع استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقاً لطبيعة المعلومات المستلمة فإن الأسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالعكس فإذا ما كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها، وفقاً لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة منها بالاقتصاد ككل أو على مستوى القطاع أو الشركة المصدرة للورقة المالية، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعد منخفضة (تسعير منخفض) من وجهة نظر

المتعاملين (أي إنها لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة)، ما يزيد الطلب وترتفع الأسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقع استلامها.

إن قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة التي من شأنها أن تترك آثارها في أسعار الأسهم، الأمر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق وقيمته العادلة إذ إن مدة بقاء هذه الفروقات ترتبط تماماً بمدة تحليل المعلومات وتفسيرها، وهذه الحقيقة تؤشر فرص الكفاءة الاقتصادية للسوق، ولعل الشكل (23) يوضح ذلك.

**شكل (23)**

**التغيير في سعر السهم في ظل فرضية السوق الكفوءة**




المصدر:- د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات-وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، 211 – 212.

(يوضح الشكل (23) مفهوم الكفاءة الكاملة والاقتصادية Economic Efficient Market وحركة الأسعار واستجابتها للمعلومات، ومنه يتضح إنه كانت القيمة السوقية للسهم (35) دولار، وفي اليوم نفسه الذي وصلت فيه المعلومات الجديدة إلى السوق عن الشركة والاقتصاد ككل فإنه قدرت القيمة الحقيقية

(العادلة) للسهم بما يعادل (40) دولار وهذا الخط الداكن، وهكذا فإن سعر السهم ارتفع من (35-40) دولار في ظل السوق الكفوء بشكل كامل في اليوم (صفر/ أي نفسه)، إما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإن المعلومات تحتاج إلى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم (صفر) إلى أن يرتفع سعر السهم إلى مستوى قيمته الحقيقية، وهذا ما يعكسه المنحنى والخط المتقطع إذ يعكسان ردود أفعال المشاركين تجاه المعلومات المستلمة الجيدة وغير الجيدة)[1].

المطلب الخامس:-نظرية المحفظة الاستثمارية **Investment Portfolio Theory**

**أولاً:- مفهوم المحفظة الاستثمارية**

وردت في أدبيات العلوم المالية والمصرفية عدد من المفاهيم الخاصة بالمحفظة الاستثمارية، ولعل من أبرز تلك المفاهيم المفهوم العام والمختص للمحفظة الاستثمارية، إضافة إلى المفهوم الحديث (محفظة الاستثمار الالكتروني).

ويطلق المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية على المحفظة التي تتكون من مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت هذه الأدوات ذات استثمارات مالية (أصول غير حقيقية Financial Claim Real Assets) أو أصول حقيقية (Real Assets)، فالأصول الحقيقية لها قيمة اقتصادية وتكون هذه القيم محسوسة أو ملموسة مثل (العقارات – السلع- المشاريع الاقتصادية) بالإضافة إلى المنفعة المترتبة على هذه الأصول، أما الاستثمارات المالية فهي الحقوق على الثروة أو الحقوق على أصول حقيقية أي أصول غير حقيقية يترتب على حيازتها حق مالي يخول صاحبة المطالب بأصل حقيقي وعادةً ما يكون هذا الحق مرفقاً بصك أو بمستند قانوني، وهذا من أمثلته الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد ورأس المال[2].

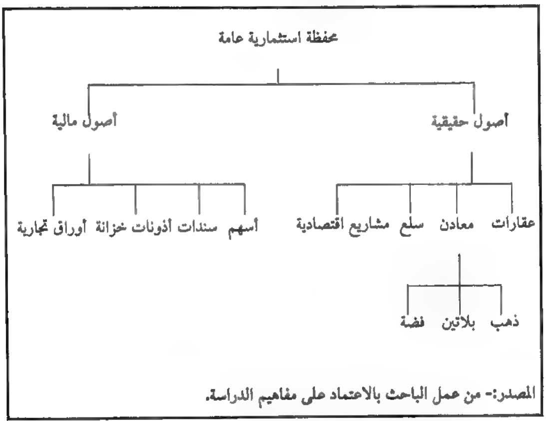
(1) د.ارشد فؤاد التميمي ود.أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سابق، 136.

(2) د.حسني علي خربوش، إدارة المحافظ الاستثمارية، مصدر سابق، 15-17.

ومن هناك يمكن القول إن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية يطلق على مجموع ما يملكه المستثمرون من أصول وموجودات (حقيقية وغير حقيقية)، شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تسمية القيمة السوقية لها بـ(الأصول) أو الحصول على عوائد مستقبلية، مثلما في الشكل (24):-

**شكل (24)**

**المحفظة الاستثمارية العامة**




المصدر:- من عمل الباحث بالاعتماد على مفاهيم الدراسة.

أما المفهوم المختص للمحفظة الاستثمارية، فيقصد بها ما تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط (كالأسهم و السندات و شهادات المديونية و قروض اليورو والدولار.....الخ)، إذ أصبح هناك شبه اتفاق لدى المهتمين بالعلوم المالية

والمصرفية بأن المحافظ الاستثمارية مقتصرة على المفهوم المختص، ويرجح ذلك لأعتبارات عدة من أهمها:- [1]

1- إن الأوراق المالية تعد من ابرز أدوات الاستثمار في الوقت الحاضر، لما توفره للمستثمر من مزايا وتسهيلات قد لا تتوفر في أدوات الاستثمار الأخرى.

2- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والخبرة والتطور والتنظيم نادراً ما نجدها في أسواق أخرى، خصوصاً في فعالية التسعير العادل للأصول المالية.

3- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، مما يسهل عملية المتاجرة فيها، فهي لا تحتاج إلى الخبرة والتخصص في هذا المجال لوجود الوسطاء يقومون مقام صاحب الورقة.

4- انعدام التكاليف في المتاجرة الأوراق المالية، إذ إن تكاليف تداول الأوراق المالية مقتصرة فقط على العمولة التي يتقاضاها الوسيط أو السمسار عند قيامه بعملية البيع أو الشراء فقط، إما دون ذلك فالتكاليف وتعد معدومة.

اما فيما يتعلق بمفهوم محفظة الاستثمار الالكتروني، فيقصد بها استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصالات لتداول وتبادل المعلومات المالية والاستثمارية الالكترونية فورياً، مما يقلل من مخاطر الاستثمار ويزيد من الشفافية في المعلومات ويقلل من تكلفة وقتها وجهدها الصفقات الاستثمارية، إذ يستخدم الانترنت للتعرف على المؤشرات الاقتصادية العالمية والمحلية فوراً وعلى مدى (24) ساعة، ومن ثم يعد المستثمر الالكتروني في موقف أفضل بكثير من المستثمر العادي، الأمر الذي يساهم في اختيار وتحديد محفظة الاستثمار الالكتروني الفوري وتحديدها وهي

(1) د. حسني علي خريوش، ادارة المحفظة الاستثمارية، مصدر سابق، 18.

ذات أعلى عائد وأقل مخاطرة نوعية وإجمالية، من خلال استخدامه قائمة مراجعة إدارة الاستثمار يومياً وأسبوعيا وشهرياً وفصلياً...الخ[1].

ثانياً:- أنواع المحافظ الاستثمارية

تختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات المستثمر واحتياطاته، بالإضافة إلى عمرة (الاستثمار) ووجود وعدم وجود دخل من مصادر أخرى وغير ذلك من العوامل التي تحدد متطلباته، ولذلك فإن هناك انواعاً عدة من المحافظ الاستثمارية أهمها:-[2]

1- محفظة الدخل Income Portfolio:-

وتركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً سواء كان مصدر هذا الدخل توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو هي الفوائد التي تدفع لحملة السندات، وتتكون محفظة الدخل عادةً من السندات الحكومية أو أسهم الشركات المعروفة بعدم تقلب أسعارها في السوق، وكذلك بعدم تذبذب توزيعاتها النقدية للأرباح، وبالتالي فإن غالبية الأفراد الذين يفضلون محفظة الدخل أما أن يكونوا من صغار المستثمرين الذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

(1) للمزيد ينظر:-

- د.فريد النجار، الاستثمار بالنظم الاليكترونية، مصدر سابق، 300-306.

(2) - Gordan J.Alexander, William F.Sharpe & Jeffery V.Bailey Fundamentals of Investments, 2nd Edi, Prentice-Hall, New jersey, 1993, Page 437.

- د. حسني علي خريوش، الاستثمار والتمويل، مصدر سابق، 58 – 59.

2- محفظة النمو Growth Portfolio:-

تركز محفظة النمو على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمواً في مبيعاتها، وبالتالي في إيراداتها على مر السنوات.

ومن طبيعة اسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو إن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة، إذ تلجأ إدارة الشركات في العادة إلى رسملة احتياطياتها من اجل استخدام هذه الأموال في توسيع عملياتها الإنتاجية، وبالتالي فإن المستثمرين في مثل تلك المحفظات يفهمون إن هذه السياسة من إدارة الشركات تهدف إلى زيادة معدل نمو الشركة وليس التوزيعات النقدية للأرباح، الأمر الذي سينعكس في المرحلة النهائية على نمو أموال المحفظة.

3- المحفظة المختلطة Growth & Income Portfolio:-

تركز هذه المحفظة على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها، فالمحفظات المختلطة تعتمد تنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة[1].

4- المحفظة المتوازنة Balanced Portfolio:-

وهي المحفظة التي تتكون عادةً من أسهم عادية وممتازة وسندات، ويأمل المستثمر من هذا النوع من المحفظات الحصول على الأرباح الرأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم وفوائد السندات، وفي الوقت ذاته المحافظة على رأس المال المستثمر.

(1) للمزيد ينظر:-
- خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم- تحليل- استراتيجية)، مصدر سابق، 239-240.

5- المحفظات المتخصصة في الصناعات Industry- Specialized Portfolio:-

وهي تلك المحفظات التي تتخصص في الاستثمار في أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق بالطاقة النفطية وغيرها[1].

ثالثاً:- نظريات المحافظ الاستثمارية

إن الأساس الذي تقوم عليه المحفظة الاستثمارية بوصفها مدخلاً للاستثمار هو قدرتها على خفض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون دون أن يكون لذلك أثر عكسي على العائد، ويتم ذلك من خلال التنويع Diversification الذي تناولته نظريات المحفظة الاستثمارية، وفيما يأتي عرض النظريات:-

1- نظرية المحفظة التقليدية (المفهوم البسيط للتنويع)

**Traditional Portfolio Theory (Simple or Naïve Diversification)**

تعتمد هذه النظرية على توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع، وذلك من خلال شراء محفظة تحتوي على عدد كبير من الأسهم يتم اختيارها من قطاعات اقتصادية مختلفة، ويستند مفهوم التنويع البسيط إلى المثال القائل (لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة Not putting all Eggs in One Basket بل عليك نشر المخاطر Spread The risk)، إذ يقوم التنويع الساذج على فكرة إن المحفظة التي تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات هي أكثر تنويعاً من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين لمؤسستين مختلفتين، والمحفظة التي تشتمل على أربع ورقات مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي أكثر تنويعاً من محفظة تشتمل على ثلاث ورقات مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة....الخ، وبالتالي فإن اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة من المؤسسات المختلفة يجعلها تتعرض لمؤشرات اقتصادية مختلفة، فإذا كان أداء عدد منها (الأوراق المحتفظ بها) ضعيفاً

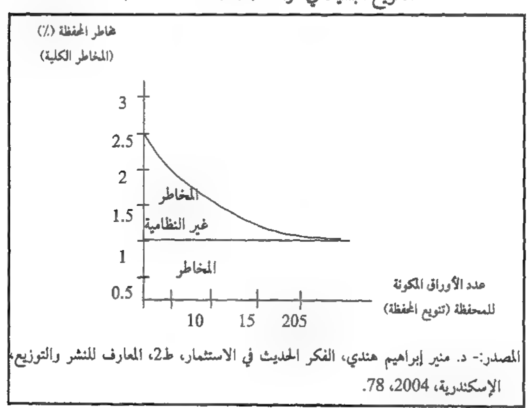
(1) Russell J.Fuller & Janes L.Farrell, Modern Investment and Security Analysis, McGrow- Hill, U.S.A, 1987, Page 563-565.

فيوازنه أو يعوض عنه الأداء الجيد للأوراق المالية الأخرى المحتفظ بها ضمن المحفظة نفسها، مما يجعل عائد المحفظة ككل يظهر تقلباً أقل لبعض الوقت[1].

ويفضل أن تكون مكونات المحفظة من الأوراق المالية لمؤسسات تعمل في صناعات مختلفة وذات ارتباطات ضعيفة، إذ يتم تجميع الأسهم من هذه الصناعات بناءٍ على معايير معينة منها (العوائد وتوزيعات الأرباح والمضاعف (السعر/العائد) وبعض النسب المالية الأخرى) رغم إن هذا لن تكون له مزايا كبيرة بالمقارنة بالاختيار العشوائي لمكونات المحفظة خاصة إذا ما تكونت المحفظة من عشر أوراق مالية متنوعة فأكثر والشكل (25) يوضح آثار التنويع في تخفيض المخاطر من خلال دراسة قام بها كل من آيفانز وآرثر (Evans & Arsher).

**شكل (25)**

**التنويع البسيط في دراسة (Evans & Arsher)**




المصدر:- د. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، ط2، المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، 78.

(1) د.منير إبراهيم هندي، الاستثمار في الفكر الحديث، مصدر سابق، 77-78.

يتضح من الشكل (25) إن المحور العمودي يمثل حجم المخاطر (المخاطر الكلية) بينما يمثل المحور الأفقي عدد الأوراق المالية (تنويع المحفظة)، ومنه يتضح إن منحنى المخاطرة ينحدر من أعلى اليسار نحو أسفل اليمين أي إنه ذو انحدار سالب يشير بذلك إلى العلاقة العكسية بين عدد الأوراق التي تضمها المحفظة ودرجة مخاطرها، فحينما يمتلك المستثمر على سبيل المثال خمسة أنواع من الأوراق المالية فإنه سيتحمل نسبة مخاطرة قدرها (1.7٪) في حين عندما يمتلك عشرة أنواع فإنه سيتحمل في هذه الحالة نسبة مخاطرة قدرها (1.3٪)، وهكذا تستمر المخاطرة بالانخفاض بسبب زيادة تنويع المحفظة المالية، وهكذا فإن الجانب الأكبر من المخاطر غير المنظمة يمكن التخلص منه من خلال محفظة تشتمل على عشرة إلى خمس عشرة ورقة مالية على أن يكون عدد الأوراق المالية لشركات مختلفة وليس لشركة واحدة مختارة اختياراً عشوائياً، وإن زيادة تنويع مكونات المحفظة على ذلك العدد لن يؤدي إلى تخفيض يذكر في تلك المخاطر، إذ إنها ناجمة عن التغيرات التي تصيب السوق كلها مثل التضخم وأسعار الفائدة وغيرها، وبهذا فنحن أمام مخاطر منتظمة، أي إنها تشمل المخاطر المتعلقة بالظروف الاقتصادية والسياسية والتي لها تأثير في نظام السوق ككل، وبالتالي فإن على المستثمر أن يقوم بتنويع محفظته المالية بأنواع مختلفة من الأوراق المالية بغية تحسين معدل العائد المتوقع منها وتخفيض درجة المخاطرة التي يتحملها، بمعنى آخر إن المخاطرة غير المنتظمة التي تؤثر في مقدار العوائد المتوقعة من شركة معينة أو صناعة معينة أو قطاع معين لا تؤثر في نظام السوق ككل، ومن الأمثلة على هذه المخاطر، انخفاض أرباح شركة معنية، أو ظهور منافس جديد أو إضراب عمال أحدى الشركات[1].

(1) للمزيد في ذلك ينظر:-

- د. حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، مصدر سابق، 118-121.
- عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 83.

-2 نظرية المحفظة الحديثة (تنويع ماركوتز أو التنويع الكفوء)

**Modern Portfolio Theory (Markowitz Diversification or Efficient Diversification)**

وهي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة من حيث الموازنة بين المخاطرة والعائد، وإن فكرة التوازن بين العوائد والمخاطر قد قدمها لأول مرة وليم شارب (Wiliam Sharpe) عام (1964) لاستخدام ذلك أساساً لتقييم الاستثمار في الأوراق المالية، غير إن جهوداً رائدة أخرى بذلها كلاً من لانتر (lintner) وروبرت حمادة (Hamada) وروبنستين (Rubinstein)، وهاري ماركوتز (Markowits) وغيرهم، أكدت ضرورة الاهتمام بتغير المخاطر كأساس للأستثمار في الأوراق المالية بالمقارنة مع عوائد المحفظة منه، إذ استقرت تلك الجهود على نظرية المحفظة الاستثمارية الحديثة، التي تقوم على خمسة فروض أساسية تتمثل:- [1]

أ- إن المستثمر ينظر لكل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من ذلك الاستثمار عبر الزمن.

ب- إن المستثمر يهدف إلى تعظيم المنفعة المتوقعة (Expected Utility) لمدة واحدة (One Period) وإن منحنى المنفعة له يعكس تناقص المنفعة الحدية للثروة.

ج- ينظر المستثمر إلى المخاطر على أساس كونها التقلب في العائد المتوقع.

د- إن القرار الاستثماري يقوم فقط على متغيرين أساسين هما العائد والمخاطرة (بعبارة أخرى إن منحنى المنفعة هو دالة للعائد المتوقع والتباين/ الانحراف المعياري لذلك العائد).

هـ- إن المستثمر يبغض المخاطر (Risk Aversion)، أي إذا كان عليه المفاضلة بين بديلين استثماريين يتولد عنهما العائد نفسه فإنه سوف يختار أقلها مخاطرة، وفي

(1) د.منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، 428-430.

الوقت ذاته إذا كان يفاضل بين استثمارين لهما المستوى نفسه من المخاطر فإنه سوف يختار أعلاهما عائداً.

وفي ظل هذه الفروض يوصف الاستثمار بأنه كفوءاً إذا لم توجد ورقة مالية أو محفظة يتولد عنها عائد أعلى بفرض التساوي في حجم المخاطر، وإذا لم توجد ورقة مالية أو محفظة يتعرض عائدها إلى مخاطر أقل بفرض تساوي العائد المتولد، فإن العائد والمخاطر هما المتغيران الأساسيان لتقييم الفرص الاستثمارية، طالما أنهما يلعبان دوراً مهماً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري سواء على مستوى الأفراد أو على مستوى المؤسسات، ولذلك يجب قياس مستوى مخاطر الاستثمار، ففي هذا الصدد فقد قدم ماركوتز مقياساً كمياً لهما (العائد والمخاطر)، فعائد محفظة الأوراق المالية يقاس بالقيمة المتوقعة لهذا العائد، والتي يمكن حسابها من خلال الوسط الحسابي المرجح بالأوزان والانحراف المعياري(*) بالنسبة إلى عوائد أسهم سنوات عدة، ويمكن التعبير عن التغاير بين العوائد والمخاطر في حالة محفظة استثمارية تتكون من سهمين هما (B,A) بالصيغة الرياضية الآتية:-[1]

$$\text{Cov } K_A, K_B = \delta_A ,\ \delta_B \times \beta_{AB}$$

---

(*) لغرض احتساب المخاطر والعوائد باستخدام بيانات تاريخية فإنه يمكن احتساب كلاً من الوسط الحسابي والانحراف المعياري بالنسبة إلى عوائد السهم لسنوات عدة وحسب المعادلتين الاتيتين:-

الوسط الحسابي= $\frac{\sum_{i=1}^{n} Ri}{n}$ - الانحراف المعياري= $\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(Ri-\overline{Ri})^2}{n}}$

إذ أن Ri/ العائد على السهم، Ri متوسط العائد على السهم، n/ عدد المشاهدات، للمزيد في ذلك ينظر:-

- د.إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، مصدر سابق، 44 – 45.

(1) للمزيد ينظر:-

- د.إبراهيم منير هندي، الاستثمار في الفكر الحديث، مصدر سابق، 87-88.
- د.إبراهيم الكراسنة، المصدر السابق، 42-43.

إذ إن:-

CovK<sub>A</sub>K<sub>B</sub>/ التغاير بين عوائد الاستثمارات (التغاير بين عائد الاستثمار في السهم (A) وعائد الاستثمار في السهم (B) والذي يمثل جوهرة فكرة ماركوتز بشأن التنويع).

$\delta_A$/ الانحراف المعياري (درجة المخاطرة) لورقة المالية (A).

$\delta_B$/ الانحراف المعياري (درجة المخاطرة) للورقة المالية (B).

$\beta_{AB}$/ معامل الارتباط للعائد بين الورقة B,A، إذ تبين ( $\beta$ ) المخاطر العامة للورقة بالمقارنة بالسوق (Beta) والتي بدورها تتوقف على ثلاثة متغيرات رئيسة لقياس المخاطر التقليدية وهي (خطر النشاط والخطر المالي ومخاطر السيولة)[1].

فكلما زاد معامل التغاير (.Cov) بين أسعار الورقة بالمقارنة بأسعار الأوراق المالية التي تشكل المحفظة السوقية ازداد الخطر العام، بمعنى آخر إذ انخفضت قيمة معامل الارتباط ( $\beta$ ) زادت الفائدة المتحققة من التنويع، وهي الفكرة الأساسية التي جاء بها ماركوتز أي إن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشتمل عليها بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات.

**رابعاً:- المحفظة الاستثمارية المثلى Optimum Portfolio**

هناك بدائل كثيرة أمام المستثمر لكي يستغل أمواله، فهناك أدوات الاستثمار ذات العوائد المرتفعة والمخاطر العالية، وهناك أدوات الاستثمار ذات العوائد المنخفضة والمخاطر القليلة، وهناك أدوات الاستثمار ذات العوائد المتوسطة والمخاطر المتوسطة، ويختلف كل مستثمر عن الآخر في بناء أولوياته وترتيب احتياطياته وأهدافه، وبالتالي فإن المزج بين أدوات الاستثمار تشكل محفظة مثلى

(1) للمزيد ينظر:-

- د.عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مصدر سابق، 30.

لذلك المستثمر، وعادة ما يقوم المستثمر باختيار المحفظة الاستثمارية المثلى من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين:-[1]

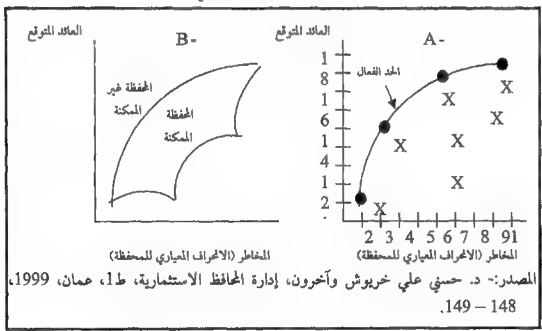
1- أعلى عائد متوقع على مستويات مختلفة من المخاطر.

2- أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة.

إن مجموعة المحافظ التي تقابل هذين الشرطين يطلق عليها المجموعة الفعالة أو الحد الفعال (Efficient Set or Efficient Frontier)، وعليه فإن تحديد المحفظة المثلى للمستثمر يستلزم توضيح فكرة الحد الفعال ومنحنيات السواء الخاصة بالمستثمر والتي تمثل تفضيلات في مبادلة العائد بالمخاطر، إن الشكل (26) يبين المنحنى الخاص بمبادلة العائد بالمخاطر (الانحراف المعياري للمحفظة)، وهو يتضمن مجموعة المحافظ الممكن تكوينها (درجة المخاطرة ومقدار العائد لكل محفظة)، وذلك بافتراض إن مجموعة المحافظ أمام المستثمر تتصف بأنها جميعها ذات مخاطر.

شكل (26)

الحد الفعال والمحافظ الممكنة وغير الممكنة




المصدر:- د. حسني علي خريوش وآخرون، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، عمان، 1999، 148 – 149.

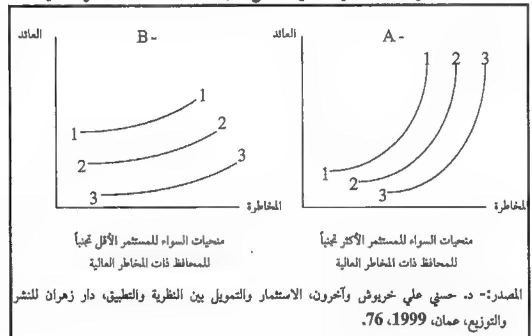
(1) د.حسني خريوش، الاستثمار والتمويل، مصدر سابق، 73.

يبين لنا الشكل السابق (A) إن الحد الفعال هـو المنحنـى $(X_4- X_3- X_2- X_1)$ والذي يمثل مجموعة المحافظ التي تمثل أفضل مقايضة بين العائد والمخاطر، وعلى هذا المنحنى يمكن للمستثمر تحقيق أعلى عائد لمستوى معين من المخاطر أو اقل المخاطر لمستوى معين من العوائد، والمستثمر الذي يتجنب المخاطرة بإمكانه اختيـار المحفظـة $(X_1)$ بينما المستثمر الذي يفضل المخاطرة سـوف يختـار $(X_4, X_3)$ ولكـن في جميـع نقاط المنحنى فإن المستثمر سوف يحصل على أفضل مقايضة بين العائد والمخـاطرة، وغني عن القول إن النقاط (المحافظ) المحددة على المنحني في الشكل (A) لا تمثل كل المحافظ، وإنما هناك عدد غير محدود من النقاط (المحافظ) مثلما في الشكل (B).

والخطوة التالية للمستثمر حتى يصل إلى المحفظة المثلـى هـي تحديـد منحيـات السواء (Indifference Cures) الخاصة به والتي تمثل تفضيلاته في المفاضلة مـا بـين العائد والمخاطر، فكلما كان المنحنى أشد ميلاً فإن ذلك يعني إن المستثمر أكثر تجنبـاً للمحافظ ذات المخاطر العالية وبالعكس كلما كان المنحنى أقل ميلاً فإن ذلك يعـني إن المستثمر أقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية، والشكل (27) يوضح ذلك.

شكل (27)

منحيات السواء للمستثمر الأكثر والأقل تجنباً للمحافظ ذات المخاطر العالية

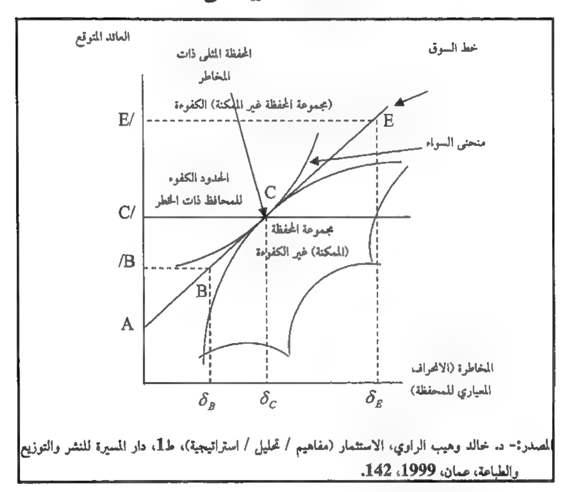



المصدر:- د. حسني علي خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1999، 76.

ويمكن بعد أن أوضحنا كلاً من الحد الفعال للمحافظ الاستثمارية وكـذلك منحيات سواء تفضيلات المقايضة ما بين العائد والمخاطرة، يمكن بعد ذلك أن تحدد المحفظة الاستثمارية المثلى للمستثمر عند نقطة تقاطع أحد منحيات،السـواء الأكثـر تجنباً لمخاطرة مع الحد الفعال، وكما في الشكل (28):-

**شكل (28)**

**المحفظة الاستثمارية المثلى**




المصدر:- د. خالد وهيب الراوي، الاستثمار (مفاهيم / تحليل / استراتيجية)، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1999، 142.

يلاحظ من الشكل (28) إن المحافظ على جهة اليسار مـن المجموعـة الكفـوءة ولكنها ليست جزءاً من المجموعة الممكن الحصول عليها، أمـا المحـافظ الـتي تقـع إلى اليمين من المجموعة الممكن الحصول عليها ولكنها غير كفوءة، والمحافظ في المجموعـة

الكفوء تسيطر على المحافظ غير الكفوء هذه، لأنها تعطي عوائد عند درجة معينة من المخاطر، فحقيبة الاستثمار الكفوء هي تلك الحقيبة التي تحقق أعلى عائد ممكن عند مستوى خطر معين، أو تخفيض الخطر إلى الحد الأدنى لمستوى معين من عائد متوقع[1].

فالموقف الذي يواجه المستثمر هنا هو قدرته على الموازنة بين خطر المحفظة والعائد المتوقع، إذ يقوم المستثمر أولاً بتقييم العوائد المتوقعة والمخاطر المتاحة لمحافظ مختلفة مترابطة فيما بينها، ومن ثم تحديد الحدود الكفوء للمحافظ ذات المخاطر، والخطوة التالية يقوم بإيجاد المحفظة الكفوء ذات المخاطر من خلال تحديد أية محفظة ذات أكبر خطر يحتفظ بها سوية مع أوراق مالية خالية من المخاطر، وهذه المحفظة هي (C) تمثل المحفظة المثلى للمستثمر والناتجة عن تماس الحد الفعال مع أحد منحنيات السواء، والتي هي في الوقت نفسه تمثل توازن سوق الأوراق المالية، طالما إن المستثمر عند المحفظة المثلى (C) يوازن ما بين خطر المحفظة والعائد المتوقع منها، فهي تتضمن أصولاً خطرة بالإضافة إلى إمكانية الإقراض والاقتراض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر (Risk- Free)[2].

وبذلك فإن خط سوق رأس المال يعطي للمستثمر الأساس اللازم لاختيار المزيج الأمثل بين أسهمه وأصوله المشتملة على المخاطر والخالية من المخاطر، إن الخط المستقيم (ABCE) الذي يبدأ من النقطة (A) والتي هي الفائدة الخالية من المخاطر، ويلامس الحد الفعال عند النقطة (C) التي تعطينا جميع البدائل للمحفظة الخطرة (C)، بالإضافة إلى الإقراض والاقتراض الخالي من المخاطر، وبالتالي فإن

---

(1) د.أديب قاسم، مفاهيم الاستثمار الأساسية (المخاطرة بمرور الزمن)، حسب ما نشر على البريد الالكتروني www.st.clemets@yahoo.com، 2006، 9.

- Hans Follmer, Ulnch Horst & Alan Kirmam, Equilibria in Financial Markets With Heterogeneous Agents: A probabilistic Perspective, Working Paper, IMF, 2004, Page 3-4.

(2) د.منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، مصدر سابق، 446-448.

على المستثمر الذي يتجنب المخاطر عليه أن يقبل المحافظ الواقعة على خط سوق رأس المال ويحاول أن يختار المحفظة التي تناسب أولوياته واحتياطياته وأهدافه، فإن اختيار المستثمر المحفظة التي تقع على النقطة (A) فهذا يعني إنه يفضل الاستثمار في أدوات عوائدها القليلة ولكنها خالية من المخاطر، إما إذا اختار المستثمر المحفظة التي تقع على النقطة (B) فإن هذه المحفظة والتي تتكون من أصول خطرة وأصول خالية من المخاطر، ينتظر أن تحقق له عوائد بمقدار (**B′**)، وهي عوائد التي تعد أعلى من العوائد التي تعطيها المحفظة السابقة (A)، ولكن هذه المحفظة سوف تكون لها مخاطر ($\delta_B$) وهي أعلى من مخاطر المحفظة السابقة (خالية المخاطر)، أما إذ قام باختيار المحفظة التي تقع على النقطة (C) فإن هذه المحفظة تعطي أفضل مبادلة مابين العائد والمخاطر، ومن المتوقع أن تعطيه عوائد (C′) هي أعلى من العوائد في (B′) ولكن بمخاطر أكثر من مخاطر (B) أي إن هذه المحفظة سوف يكون لها مخاطر ($\delta_C$) وهي أعلى من مخاطر ($\delta_B$)، وقد يقوم المستثمر بالاقتراض واستثمار أمواله المقترضة في محفظة عند النقطة (E)، إذ من المنتظر أن تعطيه هذه المحفظة عائداً أكبر ولكن عليه أن يتحمل مخاطر أكبر، وعليه فإنه سيقرر الاستثمار في المحفظة عن النقطة (C) التي تمثل المحفظة المثلى.

# 3

الفصل الثالث

# الفصل الثالث

## السياسات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية في مصر والولايات المتحدة (1990 – 2006)

# الفصل الثالث

# السياسات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية في مصر والولايات المتحدة (1990 – 2006)

**تمهيد**

بعد أن تم في الفصلين السابقين بيان طبيعة السياسات النقدية والمالية والدور الذي يمكن أن تعكسه تلك السياسات على النشاط الاقتصادي عبر اتخاذ القرارات التي تتعلق بها، وباستخدام أدواتها مع بيان طبيعة الأسواق المالية وتوضيح الأثر الإيجابي الملحوظ الذي تتركه على النشاط الاقتصادي من خلال الوظائف العديدة التي تؤديها السوق المالية والتي تتجسد على سبيل المثال لا الحصر في تجميع المدخرات وتقديم أفضل للاستثمارات وإدارة المخاطر وتسعيرها وتخفيض تكلفة التعاملات وإجراء عمليات المقاصة .....الخ، فضلاً عن إن الأسواق المالية تعد مجالاً وآلية لإنتقال آثار السياسات إلى الاقتصاد.

ويحاول هذا الفصل التعرف على طبيعة تلك السياسات من خلال التعرف على مؤشراتها، وكذلك التعرف على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية في كل من جمهورية مصر العربية والولايات المتحدة الأمريكية، إذ جاء هذا الاختيار بوصفه نماذج لبلدين تختلف هيكلية اقتصادياتهما النقدية والمالية، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية في كل منهما يختلف هو الآخر (إذ تركز معظم البحوث العلمية والعملية في الوقت الحاضر على تجارب البلدان المتقدمة النمو كأساس للقياس والتعرف على حالة اقتصادياتها من خلال المقارنة)، ولقد اختيرت المدة الزمنية (1990-2006) أساساً للدراسة والمقارنة.

ومن المعروف إن دور الحكومة لا يقتصر على نشاطاتها التنظيمية لقطاعات معينة، بل تقوم بالإشراف على وتيرة النشاط الاقتصادي العام والذي تهدف من ورائه المحافظة على مستويات من العمالة واستقرار الأسعار، وتملك في ذلك أداتين رئيستين لتحقيق هذه الأهداف هما السياسة المالية (تحديد المستوى المناسب للضرائب والإنفاق)، والسياسة النقدية (التحكم بالكتلة النقدية/ عرض النقود في البلاد)، ولعل هذه الأهداف هي ما تسعى إلى تحقيقها جميع البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء ولكن الاختلاف في النموذج المختار يتمثل في سوق الأوراق المالية (الآلية التي تنتقل من خلالها آثار السياسات النقدية والمالية)، إضافة إلى ذلك طبيعة التطورات النقدية والمالية التي تعكس بدورها حجم الاقتصاد.

فسوق نيويورك للأوراق المالية هو أحد أهم الأسواق المالية الدولية وأكبرها، وذلك بسبب ضخامة حجم الأوراق المالية (حجم التداول والقيمة السوقية)، لذلك كان من الضروري دراسة هذه السوق بوصفها نموذجاً يمكن من خلاله استخلاص استنتاجات مناسبة، ولاسيما أنها تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة والقدرة على التأثير في النشاط الاقتصادي، وبالتالي فإن مقارنة سوق مصر للأوراق المالية مع سوق نيويورك يمنح فرصة التعرف على درجة تطور سوق مصر للأوراق المالية، فضلاً عن التعرف على مدى تأثير السياسات النقدية والمالية في النشاط الاقتصادي من خلال السوق المالية.

## المبحث الأول:- واقع السياسة النقدية في مصر والولايات المتحدة (1990-2006)

### المطلب الأول:- واقع السياسة النقدية في مصر للمدة (1990-2006)

#### أولاً:- نشأة الجهاز المصرفي وتطوره

يرجع تاريخ التفكير بإنشاء المصارف في مصر إلى القرن التاسع عشر، عندما أراد محمد علي باشا الكبير إنشاء بنك له امتياز وسلطة تسعير العملة والأوزان وتسعير سائر أصناف الزراعة والتجارة على غرار المصارف المتواجدة في البلدان الأوربية، وقد عادت الفكرة للظهور في عهد الخديوي إسماعيل والتي تزامنت مع

تضخم الديون وزيادة التدخل الأجنبي والرغبة في تنظيم المعاملات وخدمة الدين، ألا أن نهاية القرن التاسع عشر شهدت تأسيس المصرف الأهلي المصري مصرف تجاري بمشاركة رؤوس اموال اجنبية/ مساهمة برأسمال إنكليزي، وبالتحديد عام 1898 لتمويل التجارة والمعاملات الدولية، فضلاً عن تواجد عدد من فروع للمصارف الأجنبية العاملة في مصر، وفي عام 1920 تم تأسيس بنك مصر بوصفه أول مصرف برأسمال وإدارة مصرية، إذ لم يقتصر نشاطه على تمويل العمليات التجارية فحسب، بل امتد إلى تأسيس شركات زراعية وصناعية وتجارية تعمل في مجالات متعددة[1].

ولقد أدى البنك الأهلي بعض وظائف البنك المركزي (كاحتكاره إصدار أوراق النقد)، واستمر بوظيفته هذه حتى عام 1960 عندما صدر قانون رقم 250 والذي تم بموجبه تقسيم البنك الأهلي المصري الى مصرفين أحدهما يمارس أعمال الصيرفة المركزية، وهو البنك المركزي المصري، والثاني مصرف تجاري وهو البنك الأهلي المصري، ويقف البنك المركزي على قمة الجهاز المصرفي الذي يتكون من المصارف التجارية التابعة للقطاعين العام والخاص والمشترك ومصارف الاستثمار والأعمال وكذلك المصارف المتخصصة[2].

ولقد عهد للبنك المركزي المصري الذي مارس أعماله في كانون الثاني 1961 سلطة وضع السياسة النقدية والائتمانية وتنفيذها وتنظيمها باستخدام الوسائل المتاحة وتحقيق أهدافها، والمتمثلة في تحقيق الاستقرار السعري والنقدي، وأن يكون استقرار الأسعار هو الهدف الرئيسي لهذه السياسة الذي يتقدم غيره من الأهداف، وبناء عليه يلتزم البنك المركزي المصري ولحد هذه اللحظة وعلى المدى المتوسط بتحقيق معدلات منخفضة للتضخم تسهم في بناء الثقة والمحافظة على معدلات مرتفعة للاستثمار والنمو الاقتصادي، وإن تعزيز الحكومة لهذا الاستقرار في الأسعار والتزامها بسياسة مالية رشيدة يعد أيضاً أمراً مهماً لتحقيق هذا الهدف، ويسهم في وضع السياسة النقدية وتنفيذها في

(1) رجاء عبد المنعم خليل، السياسات النقدية في الدول العربية (السياسة النقدية في مصر)، مصدر سابق، 449-450.

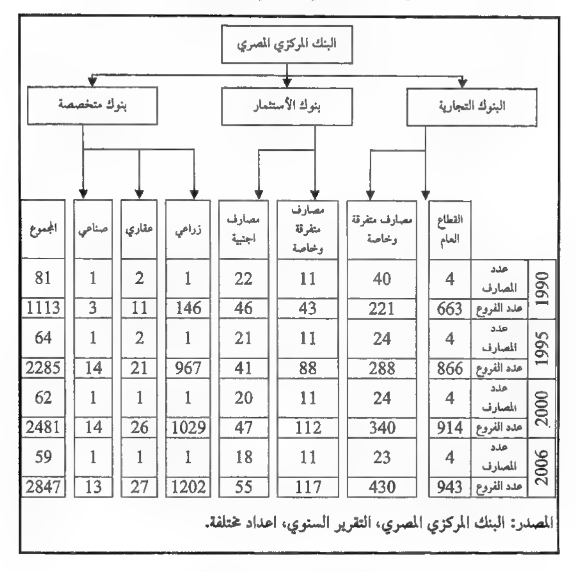
(2) فلاح حسن ثويني، دور البنك المركزي المصري في تحقيق التوازن الاقتصادي، مصدر سابق، 139.

مصر لجنة من المفكرين تتكون من تسعة أعضاء تتضمن محافظ البنك المركزي ونائبيه وستة أعضاء من مجلس إدارة البنك، وتنفذ قرارات اللجنة عبر مجموعة من الأدوات والإجراءات، لوضع السياسة النقدية موضع التنفيذ[1].

ويوضح الشكل (29) تطور هيكل الجهاز المصرفي في مصر.

**شكل (29)**

**تطور هيكل الجهاز المصرفي المصري للمدة (1990 – 2006)**




| السنة | | القطاع العام | مصارف متفرقة وخاصة | مصارف متفرقة وخاصة | مصارف اجنبية | زراعي | عقاري | صناعي | المجموع |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | عدد المصارف | 4 | 40 | 11 | 22 | 1 | 2 | 1 | 81 |
| | عدد الفروع | 663 | 221 | 43 | 46 | 146 | 11 | 3 | 1113 |
| 1995 | عدد المصارف | 4 | 24 | 11 | 21 | 1 | 2 | 1 | 64 |
| | عدد الفروع | 866 | 288 | 88 | 41 | 967 | 21 | 14 | 2285 |
| 2000 | عدد المصارف | 4 | 24 | 11 | 20 | 1 | 1 | 1 | 62 |
| | عدد الفروع | 914 | 340 | 112 | 47 | 1029 | 26 | 14 | 2481 |
| 2006 | عدد المصارف | 4 | 23 | 11 | 18 | 1 | 1 | 1 | 59 |
| | عدد الفروع | 943 | 430 | 117 | 55 | 1202 | 27 | 13 | 2847 |

**المصدر: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد مختلفة.**

(1) البنك المركزي المصري المصري، التقرير السنوي، 2004/ 2005 ، 99.

ومن الملاحظ في الشكل (29) أنه يعكس تطور الجهاز المصرفي المصري بالمقارنة بالسنوات المالية السابقة، إذ ازداد عدد الفروع من (1113) فرعاً عام 1990 إلى (2847) فرعاً عام 2006، إذ كان لإنشاء المصارف دوراً مهماً في تغطية الفعاليات الاقتصادية، فهي تؤدي وظائفها الادخارية والتمويلية فضلاً عن ما تقدمه من خدمات مصرفية، وعلى الرغم من تزايد عدد الفروع خلال السنة المالية 2006، ألا إن العدد لا يزال لا يتناسب وحجم السكان مقارنة بالبلدان المتقدمة اقتصادياً ومصرفياً في حين لا تتجاوز عن (2) الف مواطن لكل مصرف في البلدات المتقدمة، إذ بلغت الكثافة المصرفية في مصر خلال السنة 2005 24.5 ألف مواطن لكل مصرف، مما يعكس تقدم العادات المصرفية في البلدان المتقدمة على البلدان النامية.

ويعكس المركز المالي الإجمالي (الميزانية المجمعة ) طبيعة ودور الجهاز المصرفي المصري ودورها في النشاط الاقتصادي خلال مدة الدراسة (1990-2006)، والتي توضحها أرصدة واستخدامات المصارف (التجارية- الاستثمارية- المتخصصة) وهي تمثل في الوقت نفسه الوظيفة الادخارية والتمويلية لهذه المصارف في النشاطات الاقتصادية المتعددة، إذ ارتفع إجمالي موجودات ومطلوبات الجهاز المصرفي (الأصول والخصوم) من (125,728) إلى (211,162) و(382,338) و (814,348) مليار جنيه مصري خلال الأعوام 1990- 1995- 2000- 2006 على التوالي، وكانت المصارف التجارية تشكل الأهمية النسبية الأكبر من إجمالي موجودات ومطلوبات الجهاز المصرفي التي بلغت حوالي 81٪ خلال السنوات المالية، في حين إن الأهمية النسبية لموجودات المصارف الاستثمارية ومطلوباتها والأعمال إلى إجمالي موجودات الجهاز المصرفي ومطلوباته بلغت 14- 15٪، في الوقت الذي كانت نسبة موجودات ومطلوبات المصارف المختصة إلى إجمالي موجودات ومطلوبات الجهاز المصرفي بلغت 4- 5٪ للسنوات المذكورة[1].

(1) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، مصدر سابق، أعداد مختلفة.

إن تطور أرصدة أموال الجهاز المصرفي ومصدرها وأستخداماتها خلال مدة الدراسة جاء متزامناً مع التحول المتسارع والمتواصل صوب اقتصاد السوق الحر وخاصة منذ بدء تنفيذ سياسات الإصلاح النقدي والمالي، إذ أخذت المتغيرات الاقتصادية الكلية خلال تلك المدة بالتحسن النسبي خصوصاً مع معدلات البطالة والتضخم والعجز الحكومي واستقرار سعر صرف الجنيه وتدفقات رؤوس الاموال ووضع ميزان المدفوعات[1].

ومن العوامل التي اسهمت في تزايد نشاط الجهاز المصرفي اتجاه السياسة النقدية في مصر نحو الاعتماد على أوراق التحكم غير المباشرة بشكل كبير على إن ذلك لم يمنع من وجود جمع بين بعض أدوات التحكم المباشر وغير المباشر خلال أعوام الإصلاح، إذ كان هذا التحول تحولاً تدريجياً نحو تزايد الاعتماد على الأدوات غير المباشرة بشكل ملحوظ الأمر الذي أسهم في تعزيز السوق المالية وتنشيطها، والذي استلزم تهيئة الظروف الملائمة لإنجاح عمل السوق المفتوحة بما يحقق أهداف السياسة النقدية، الى جانب ذلك وبالتحديد في عام 1990 ترك البنك المركزي حرية تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة للمصارف واقتصر دوره على تحديد الإقراض والخصم على أساس معدل يزيد بنسبة 2-3٪ عن متوسط أسعار الفائدة على أذونات الخزانة باستحقاق (3) أشهر، فضلاً عن تخفيض متطلبات السيولة لدى البنك المركزي والسماح للمصارف بمنح تسهيلات ائتمانية بالعملة الأجنبية وتسهيل دخول المصارف في اعمال اسواق رأس المال، وحفز عمليات الاندماج والسماح للمصارف الخاصة بالتعامل مع شركات قطاع الأعمال العام[2].

## ثانياً:- الأدوات النقدية للبنك المركزي المصري

ظل البنك المركزي المصري يستخدم أدوات الرقابة المباشرة للتحكم في الائتمان على المستوى الكلي للاقتصاد وتوجيهه نحو القطاعات المختلفة، وذلك

(1) للمزيد ينظر:-

د.أكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل، بيت الحكمة، بغداد، 2002، 92-110.

(2) المصدر السابق نفسه، 113 – 114.

منذ تأسيسه عام 1961، غير أن البنك بدأ بالانتقال إلى أدوات التحكم غير المباشر مع بداية التسعينات في ظل التحول المتسارع والمتواصل صوب السوق الحر، ومع ذلك فإنه لا يزال يجمع ما بين أدوات التحكم المباشر وغير المباشر وذلك إلى أن تتم تهيئة المناخ لنمو سوق المال وتنشيطها وإمكانية القيام بعمليات السوق المفتوحة لتحقيق أهداف السياسة وفيما يأتي عرض لأهم أدوات الرقابة التي يستخدمها البنك المركزي وكالآتي:-

1- نسبة الاحتياطي القانوني:-

تعد هذه النسبة أقدم وسيلة نقدية أتبعت في مصر منذ عام 1943 عندما تم الاتفاق ما بين البنك الأهلي الذي يقوم ببعض وظائف البنك المركزي والمصارف التجارية على تحديد نسبة الاحتياطي المحتفظ بها لدى البنك الأهلي وفيما بعد أوجب قانون المصارف والائتمان المادة (2) الزام كل مصرف تجاري الاحتفاظ بنسبة معينة من الودائع لدى البنك المركزي كحد أدنى، وقد أعطى القانون السلطات النقدية حق تغير الاحتياطي الإلزامي حتى يتلاءم و الظروف الاقتصادية والمالية المتغيرة[1].

وحتى عام 1989 كانت نسبة الاحتياطي النقدي تتأرجح ما بين 17.5 - 25٪ من إجمالي ودائع البنوك التجارية، ألا إنه في عام 1991 وقبل بدء التحول إلى أسلوب الرقابة غير المباشرة على الائتمان تم تعديل هذه النسبة، إذ تم إلزام البنوك بأن تحتفظ لدى البنك المركزي ومن دون فوائد بأرصدة لا تقل نسبتها عن 15٪ من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و 10٪ من ودائعها بالعملة الأجنبية بفائدة واستمرت هذه النسبة حتى عام 2004، إذ بلغت نسبة الاحتياطي التي تحتفظ بها البنوك التجارية لدى البنك المركزي ومن دون فوائد بأرصدة لا تقل نسبتها عن 14٪ من إجمالي ودائعها بالعملة المحلية و10٪ من ودائعها من بالعملة الأجنبية[2].

إن الهدف من استخدام نسبة الاحتياطي كأداة للتحكم في حجم الائتمان على المستوى الكلي، بالإضافة إلى استخدامها وسيلة للتحكم في مستوى السيولة

(1) د.عبد الغفار حنفي ود.رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سابق، 236.

(2) - البنك المركزي المصري المصري، التقرير السنوي، 19، 2003/ 2004.

- محمد يسر برنية، تطوير اسواق الأوراق المالية الحكومية، مصدر سابق، 41.

الذي بحوزة الجهاز المصرفي، هو تعطيل جزء من الموارد المالية عن المشاركة أو المساهمة في الفعاليات الاقتصادية المختلفة.

2- عمليات السوق المفتوحة:-

لم يمارس البنك المركزي المصري عمليات السوق المفتوحة كأداة من أدوات السياسة النقدية غير المباشرة إلا بعد عام 1991، وذلك في إطار التحول إلى سياسة الرقابة غير المباشرة على الائتمان، عندما قام بإصدار أذونات خزانة تختلف آجالها ما بين 3 إلى 6 شهور وسنة بهدف تمويل العجز المزمن في الميزانية العامة للدولة دون اللجوء إلى الإقتراض المباشر من المصرف المركزي، بالإضافة إلى امتصاص فائض السيولة في الجهاز المصرفي وتوفير أصول مالية يمكن تداولها في الأسواق القانونية، وبالتالي يكون لعمليات السوق المفتوحة أثر فعال خصوصاً عندما يتم تنويع الأوراق المالية الحكومية قابلة للتداول في الأسواق المالية المصرية، إذ بلغ الرصيد القائم لتلك العمليات في نهاية أيلول من عام 2006 نحو 114.9 مليار جنيه مصري، بعد أن بلغت (25) و(40) و(55) و(83) و(113) مليار جنيه للأعوام 2001، 2002، 2003، 2004، 2005 على التوالي مع ملاحظة أرقام الرصيد القائم على عمليات السوق المفتوحة ويلاحظ ارتفاع حجمها، مما يعني دخول البنك المركزي بائعاً للأوراق الحكومية، وهذا يتماشى مع سياسته الرامية إلى خفض السيولة داخل الاقتصاد للمحافظة على الاستقرار النقدي[1].

3- سعر البنك (سعر اعادة الخصم):-

نص قانون المصارف والائتمان على أن يقوم البنك المركزي المصري بعقد عمليات الائتمان مع المصارف الخاضعة لأحكام هذا القانون طبقاً للشروط التي يضعها البنك مع تحديد أسعار الخصم (الفائدة) بحسب طبيعة العمليات الائتمانية وآجالها ومقدار الحاجة إليها ووفقاً لسياسة النقد والائتمان.

(1) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، مصدر سابق، أعداد مختلفة.

ولم يستخدم البنك المركزي المصري الفائدة بوصفها اداة من أدوات السياسة النقدية والائتمانية إلا بعد صدور قانون رقم (120) لسنة 1975، بعد أن كان القيد الوارد في القانون المدني يحظر التعامل بأسعار فائدة تزيد عن 7٪ والذي وقف حائلاً دون استخدام هذه الأداة ولكن القانون المذكور أعطى لمجلس إدارة البنك المركزي تحديد أسعار الخصم والفائدة الدائنة والمدنية دون التقيد بالحدود المنصوص عليها في أي قانون آخر، إذ لم تتجاوز أسعار الفائدة المدينة 4٪ والدائنة 6٪ حتى صدور هذا القانون، واتبع البنك بعد ذلك سياسة التدرج في رفع أسعار الفائدة بمعدلات تتأرجح ما بين 1-2٪ في كل مرة إلى أن بلغ سعر البنك المركزي للإقراض والخصم 14٪ سنوياً، وبلغ أعلى سعر فائدة معلن على الودائع لمدة سنة 12٪ سنوياً ولمدة خمس سنوات 15٪ سنوياً، وذلك في نهاية عام 1990[1].

4- ضوابط التوسع الائتماني:-

أحد الأساليب وأدوات السياسة النقدية ذات الأثر المباشر والفعال في الحد من التوسع الائتماني، فمن أجل أن لا يؤدي التوسع في الائتمان إلى خلق اتجاهات تضخمية، ومع توجيه الائتمان نحو المشروعات الإنتاجية، بالإضافة إلى التأثير في جانب الطلب تم وضع سقوف ائتمانية معينة لمقدار ما تقدمه البنوك التجارية من قروض وتسهيلات للقطاع العام والخاص بعدم تجاوز السقوف المحددة خلال السنة المالية، مع استبعاد الاستثمارات التي تقوم بها المصارف في الاوراق المالية في السقوف الأئتمانية المحددة لكل مصرف لدعم وتشجيع تلك المصارف على تمويل التنمية وتنشيط سوق المال في مصر باستثمارات حقيقية[2].

لقد اقترن البدء بهذا الأسلوب بالبرامج التمويلية التي كان متفقاً عليها مع صندوق النقد الدولي عام 1962 وتم استخدامها لمدة محددة، ثم عاد البنك المركزي الى إتباعها خلال الأعوام 1976- 1981 بوصفها أداة فعالة للحد من التوسع

(1) د.رجاء عبد المنعم خليل، السياسة النقدية في مصر، مصدر سابق، 456-457.

(2) د.رجاء عبد المنعم خليل، السياسة النقدية في مصر، مصدر سابق، 46.

الائتماني والتحكم بالضغوط التضخمية، ومع نهاية عقد الثمانينات تم وضع سقوف ائتمانية تربط ما بين القروض والودائع بحيث لا تقدم المصارف سواء لشركات القطاع العام أو الخاص قروضاً تزيد عن 60٪ من أرصدة القطاعين، ومع بداية التسعينات وفي ظل التحول نحو أسلوب الرقابة غير المباشرة على الائتمان تم إلغاء هذه السقوف الكمية تدريجياً وكان ذلك بالتحديد عام 1992، وعليه كان إجمالي القروض الائتمانية المقدمة من المصارف التجارية قد ارتفع خلال السنوات الأخيرة من الدراسة مقوماً بالدولار من (51) و(54) و(62) مليار دولار للأعوام 2003، 2004 و2005 على التوالي[1].

ويظهر توزيع التسهيلات الائتمانية وفقاً للعملة المحلية والأجنبية حسب القطاعات المدنية حصول قطاع الأعمال الخاص على ما نسبته 65.3٪ من إجمالي التسهيلات بالعملة المحلية نهاية عام 2006، يليه القطاع العائلي بما نسبته 15.8٪، ثم قطاع الأعمال العام بنسبة 12.9٪ والقطاع الحكومي ما نسبة 4٪ والعالم الخارجي بنسبة 2٪، أما بالنسبة الى التسهيلات الائتمانية بالعملات الأجنبية، فقد حصل قطاع الأعمال الخاص على نسبة 71.3٪ من إجمالي التسهيلات بالعملة الأجنبية يليه القطاع الحكومي بما نسبة 14.8٪، ثم قطاع الأعمال العام بنسبة 9.4٪، ثم القطاع العائلي بنسبة 2.5٪ والعالم الخارجي بنسبة 2٪، في حين أن التسهيلات الائتمانية المقدمة بالعملة المحلية ما زالت تمثل الجزء الأكبر من إجمالي التسهيلات الائتمانية، إذ بلغت نسبتها 72.8٪ نهاية عام 2006، وهذا يعني إن المدخرين ما زالوا يفضلون الإيداع بالعملة المحلية، إذ تشكل هذه الأخرى الجزء الأكبر من الزيادة في الودائع تبلغ نسبتها 70٪ في حين اقتصرت الزيادة في الودائع بالعملات الأجنبية على ما نسبة 30٪[2].

(1) صندوق النقد العربي التقرير الأقتصادي، الاقتصاد العربي الموحد، 2006، 131- 132.

(2)- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي/ 2005، مصدر سابق، 59.

- البنك المركزي المصري، المجلة الأقتصادية، المجلد / 46، العدد /3، قطاع البحوث الواتطوير، 2005 / 2006، 21.

5- نسبة السيولة:-

تهدف نسبة السيولة التي يتولى البنك المركزي مسؤولية تحديدها بموجب القانون إلى ضمان توظيف المصارف للحد الأدنى من الموارد المالية المتاحة لها في أصول نقدية أو سريعة التحول إلى أصول سائلة من أجل تدعيم المراكز المالية لتلك المصارف، ومن ثم فإن للبنك المركزي صلاحية تحديد مكونات نسبة السيولة والمعدلات التي يتعين على المصارف الخاضعة للأشراف والالتزام بها، وهي بذلك (نسبة السيولة) تعد إحدى الأدوات المباشرة التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير في حجم الائتمان سواء بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية.

ولقد استمر البنك المركزي المصري في تحديد نسبة السيولة ومكوناتها على أساس 30٪ للعملة المحلية، ولم يتم تعديل هذه النسبة لمدة تزيد عن 20 سنة، حتى تم تعديل هذه النسبة في أطار الأعداد للرقابة غير المباشرة على الائتمان، واعتبارا من 1991 حدد البنك المركزي الحد الأدنى لنسبة السيولة بالعملة المحلية التي يتعين على المصارف الالتزام بها وهي 20٪، في حين يبلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 25٪ للعملات الأجنبية، ولقد حافظت البنوك مجتمعة خلال عامي 2005 و2006 من الدراسة على الحد المقرر لنسبتي السيولة بالعملة المحلية والأجنبية وهي 20٪ و25٪ على التوالي، وبلغ متوسط هذه النسبة بالعملة المحلية 34.9٪ ومتوسط النسبة بالعملات الأجنبية 52.7٪ خلال 2005/ 2006، ويتم احتساب هذه النسبة على أساس المتوسط اليومي لأيام العمل الفعلية خلال أشهر[1].

6- الوسائل الأخرى:-

أ- استخدام البنك المركزي نوعاً من الأساليب المباشرة على الرقابة والائتمان ونقصد أسلوب الإقناع الأدبي من خلال قيامه بإقناع المصارف بضرورة الالتزام بالتوجيهات والتوصيات الصادرة لها سواء كانت مكتوبة أو عن طريق الاتصال الشخصي وبما يخدم النشاط الاقتصادي.

(1) البنك المركزي المصري، التقدير السنوي/ 2005، مصدر سابق، 65.

ب- يتدخل البنك المركزي في سوق الصرف من خلال التعامل ببيع العملات الأجنبية وشرائها، وذلك بهدف التحكم بالسيولة المحلية مكوناً الأساليب المباشرة على الرقابة والائتمان، فضلاً عن المحافظة على سعر صرف العملة طبقاً لأهداف السياسة النقدية.

ج- منع البنك المركزي المصري المصارف من التعامل أو المضاربة بالمعادن النفيسة بأي شكل من الأشكال، لما تتميز به هذه المعادن من التذبذب الشديد في أسعارها، وكذلك لغرض درء المخاطر التي تتعرض لها أموال المصرف والعملاء.

د- انسجاماً مع التدابير الدولية فيما يتعلق بقياس مدى كفاية رأس المال المصرفي التي أقرتها لجنة بازل فقد قرر البنك المركزي المصري بأن تلتزم المصارف المسجلة لديه برأسمال أسمي (رأسمال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المرحلة) لا يقل عن 8٪ من الموجودات ذات المخاطر، كذلك يتضمن رأس المال المساند 25٪ من الزيادة بين القيمة السوقية والدفترية، وكان ذلك عام 1998، الا إن هذه النسبة تم تعديلها خلال السنوات اللاحقة ليصبح رأس المال الأساس الذي تلتزم به المصارف لا يقل عن 10٪، في حين يتضمن رأس المال المساند 45٪ من الزيادة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لكل الاستثمارات المالية المتاحة للبيع والمحتفظ بها حتى تاريخ الاستحقاق[1].

هـ- وفي إطار الجهود التي تبذلها مصر لإصدار التشريعات المتعلقة بعمليات غسيل الأموال ومخاطرها فقد وقعت مصر اتفاقيتين دوليتين لمكافحة غسيل الأموال

(1) للمزيد ينظر:-

- سامر سنقرط، المقررات الجديدة للجنة بازال لرأس المال، مجلة البنوك، المجلد/ 22، عمان، العدد/ 9، 2003، 3231.

وهما اتفاقية الأمم المتحدة (اتفاقية فينا) عام 1988، والاتفاقية العربية في تونس عام 1994[1].

و- وفي إطار العمل على تطوير وتنويعها أدوات السياسة النقدية بهدف تنشيط عمليات السوق المفتوحة قام البنك المركزي المصري باستخدام أداتين جديدتين هما عمليات البيع النهائي (Out Right) وعمليات إعادة الشراء المعكوسة (Reverse Repos) للأذونات على الخزانة[*].

**ثالثاً: تحليل مؤشرات السياسة النقدية**

من اجل معرفة الدور الذي يؤديه البنك المركزي المصري في النشاط الاقتصادي عبر قنواته المختلفة وفي سبيل تحقيق أهدافه، يتم سنوياً تحديد أهداف السياسة النقدية الائتمانية في ضوء ما تضمنه خطة التنمية الاقتصادية والميزانية العامة للدولة وما تعكسه من نمو في الناتج المحلي الإجمالي وحجم الاستثمارات وعجز الميزانية العامة للدولة، إذ اتجهت السياسة النقدية في مصر وطوال مدة الدراسة إلى الحفاظ على استقرار الأسعار بوصفه هدفاً نهائياً من خلال المواءمة بين المعروض النقدي والطلب عليه آخذاً بنظر الاعتبار معدل النمو الحقيقي المستهدف في الناتج المحلي الإجمالي، ولقد استخدم البنك المركزي الأدوات المتاحة للسياسة النقدية في إدارة السيولة ونسبة الاحتياطي وغيرها وصولاً بمعدل التضخم الى مستوى منخفض ومستقر يساهم في بناء الثقة مع المحافظة على معدلات مرتفعة

---

(1) للمزيد ينظر:-

- سالم داربار وآخرون، تقيم المراكز المالية فيما وراء البحار، مجلة التمويل والتنمية، العدد/ 3، المجلد/ 40، 2003، 35.

(*) تتطلب تلك العمليات قواعد منظمة منها (أن يقوم البنك المركزي المصري بالإعلان في كل من شاشة رويترز وموقع البنك المركزي المصري على شبكة الانترنت عن قرار لبيع أذون الخزانة- تلقي العطاءات- ترسية العطاءات و الإعلان عن نتيجة العملية و إجراءات الخصم والإضافة إلى حسابات البنوك) للمزيد في ذلك ينظر:-

- البنك المركزي المصري، التقدير السنوي 2004، مصدر سابق، 89-40.

للأستثمر والنمو الاقتصادي، ومن أجل إعطاء تصور واضح عن تطور السياسة النقدية فيمصر خلال مدة الدراسة سيتم استعراض أهم المؤشرات الرئيسية المعبرة عن تلك السياسة وكالآتي:-

**1- مؤشر عرض النقود Supply Money Index:-**

يعد عرض النقود من مؤشرات السياسة النقدية المهمة التي يمكن من خلالها الاسترشاد بنوع السياسة النقدية المتبعة من لدن السلطة النقدية سواء كانت توسعية أو انكماشية، ومن ثم يمكن اتخاذ القرارات المتعلقة بتلك السياسة من لدنها، إذ اتجهت السلطة النقدية في مصر وطوال مدة الدراسة الى إتباع سياسة نقدية ساهمت في ضبط معدلات نمو الناتج التي أسهمت بدورها في تعزيز الجهود الرامية إلى تحقيق الأهداف الاقتصادية العامة خصوصاً في الجانب الذي يتعلق بالمحافظة على الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار، ولعل الإحصاءات المتعلقة بالسيولة المحلية تشير إلى ذلك.

لقد شهد عرض النقد بمفهومه الضيق ($MS_1$ ) والواسع ($MS_2$) في مصر تطوراً تدريجياً ملحوظاً طوال المدة (1990-2006) وكان ذلك التطور متزامناً مع الإصلاحات الهيكلية التي اتبعتها الحكومة المصرية والتي منها الإصلاحات المالية والمصرفية، إذ يلاحظ وخلال مدة الدراسة (1990-2006) إن ($MS_1$) (الذي يتكون من العملة في التداول خارج الجهاز المصرفي/ والودائع الجارية غير الحكومية بالعملة المحلية) قد أظهر تزايد متصاعداً، ومثلما تظهره معدلات التغير السنوي الموجبة، فقد بلغ ($MS_1$) 103.3 مليار جنيه مصري عام 2006 بعد أن كان 17.3 مليار جنيه مصري عام 1990 وبمعدل نمو سنوي مركب للمدة (1990-2006) بلغ 10.8، وتأرجحت معدلات التغيير السنوي ما بين (3.1٪ عام 2000 و15.5٪ خلال السنوات الأخيرة من الدراسة، وقد اسهم في نمو ($MS_1$) كل من النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي الذي ازداد هو الآخر من 12.1 مليار جنيه عام 1990 إلى 78.2 مليار جنيه عام 2006، إلى جانب ازدياد الودائع الجارية بالعملة المحلية من 5.2 مليار جنيه عام 1990 إلى 33.0 مليار جنيه عام 2006، وقد جاءت هذه الزيادة في

($MS_1$) منسجمة مع تطور النشاط الاقتصادي المعبر عنه بالناتج المحلي الإجمالي (G.D.P) الذي ارتفع من 96.0 مليار جنيه عام 1990ليصل إلى 563.4 مليار جنيه عام 2006، السلطة النقدية كانت تسعى دائماً إلى ضبط معدلات نمو ($MS_1$) مع معدلات نمو (G.D.P) للمحافظة على الاستقرار النقدي والأسعار (ملحق/1 وجدول/1).

أن ($MS_1$) يعد من النقد التي يتسم بالسيولة العالية فإن تأثيره يكون أكبر في النشاط الاقتصادي لأنه سينعكس بصورة مباشرة على الطلب المحلي للسلع والخدمات، وبالتالي على أرباح الشركات، ولعل هذا هو السبب الذي يدعونا إلى اختيار ($MS_1$ و $MS_2$) مؤشراً للسياسة النقدية في مصر للتأثير على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية فيها خصوصاً وإن العائدات المصرفية في البلدان النامية ومنها مصر تنخفض مقارنة بالبلدان المتقدمة، إذ تصل إلى 20٪ في اغلب الأحيان.

اما بالنسبة الى ($MS_2$) (السيولة المحلية) والذي يضم ($MS_1$) اضافة الودائع غير الجارية بالعملة المحلية (الودائع الزمنية) والودائع الجارية وغير الجارية بالعملة الأجنبية، فقد شهد هذا أيضاً تطوراً تدريجياً ملحوظاً بلغ 534.6 مليار جنيه عام 2006 بعد أن كان 74.6 مليار جنيه عام 1990 وبمعدلات تغير سنوي مختلفة بلغ أدناها 8.8٪ عام 1998 وأعلاها 22٪ عام 1991، وتتضح عمق السوق المالية في مصر من خلال الارتفاع المطرد في نسبة ($MS_2$) إلى (G.D.P) فقد سجل هذا المؤشر ارتفاعاً ملحوظاً من 77.7٪ عام (1990) حتى وصل إلى 92-94٪ خلال عامي 2005 / 2006، ويمكن إرجاع الارتفاع في هذا المؤشر إلى تزايد نسبة أشباه النقود بوصفه مكوناً اساسياً لـ($MS_2$) وقد بلغ 431.3 مليار جنيه عام 2006 بعد أن كان 57.2 مليار جنيه عام 1990 قياساً ب($MS_1$) بالإضافة تزايد نسبة الكتلة النقدية ($MS_2$) إلى إجمالي (G.D.P) الذي ينعكس على وجود علاقة ترابطية موجبة مع الادخار، وذلك إن الفرص المتاحة أمام المدخرات المالية تصبح أكثر توافراً في سياق

عملية التعميق المالي، ومن ثم ينشأ اتجاه نحو تزايد استعمال النقد بالاقتصاد في مجال أوسع للافادة من اثر المدخرات السابقة[1]، (انظر ملحق/1، جدول/1).

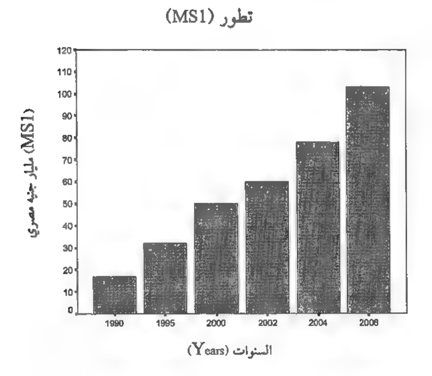
ومن خلال ما تقدم يلاحظ إن التطور في عرض النقد يمثل الجانب النقدي للاقتصاد المصري الذي يرافق الزيادة في مقدار (G.D.P) مما يمثل الجانب السلعي للاقتصاد خلال مدة الدراسة، وهذا يعني إن السلطة النقدية في مصر قد نجحت إلى حدٍ ما في تحقيق الاستقرار النقدي (ضبط معدلات التضخم) ويمثل الهدف الرئيسي للسياسة النقدية، والشكل (30) يوضح ذلك.

**شكل (30)**

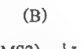
**تطور مؤشرات عرض النقد والناتج في مصر للمدة من (1990 – 2006)**

(A)

تطور (MS1)

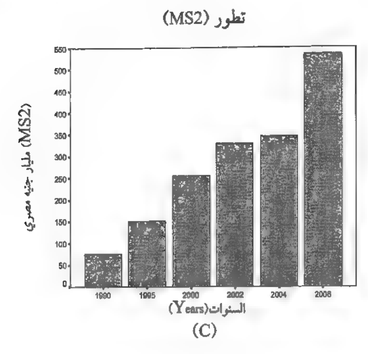



(1) د.إكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي، مصدر سابق، 203-204.



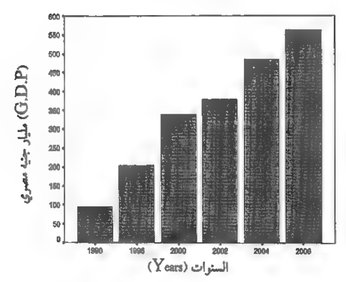
(B)

تطور (MS2)




(C)

تطور (G.D.P)




المصدر: الأشكال من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الملحق (1) وجدول (1).

جدول (1)

مؤشرات عرض النقد والناتج المحلي والإجمالي في مصر للمدة (1990-2006)

| السنوات | G.D.P مليار جنيه | MS1 مليار جنيه | MS2 مليار جنيه | نسبة MS1 لG.D.P٪ | نسبة MS2 لG.D.P٪ |
|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | ,075.096 | ,398.017 | ,669.074 | 18.1 | 77.7 |
| 1995 | ,000.0205 | ,690.031 | ,075.0152 | 15.4 | 74.1 |
| 2000 | ,100.0340 | ,750.044 | ,276.0255 | 14.6 | 75.0 |
| 2002 | ,900.0378 | ,805.059 | ,728.0328 | 15.7 | 86.7 |
| 2004 | 480.000.0 | ,606.077 | ,911.0434 | 16.0 | 89.0 |
| 2006 | ,461.0563 | ,322.0103 | ,682.0534 | 18.3 | 94.8 |

المصدر: تم اعداد الجدول من قبل الباحث بالاعتماد على بيانات مختارة في ملحق /1.

**2- مؤشر سعر الفائدة Interest Rate Index:-**

إن معدلات الفائدة في مصر اتسمت بتحديدها إداريا في البنك المركزي، إذ اعتمد البنك خلالها سياسة التدرج في رفع الفائدة بمعدلات تتأرجح ما بين 1-2٪ في كل مرة حتى بلغ منها سعر البنك المركزي للإقراض والخصم 14٪ سنوياً، في حين بلغ أعلى سعر فائدة معلن على الودائع لمدة أقل من سنة 12٪ سنوياً وسعر الفائدة للإقراض 19٪ وذلك نهاية عام 1990، الا إنه في عام 1991 وبعد تطبيق سياسة الإصلاح النقدي والائتماني ترك البنك المركزي حرية تحديد أسعار الفائدة المدينة والدائنة للمصارف، واقتصر دوره على تحديد الإقراض والخصم على أساس معدل يزيد بنسبة 2-3٪ عن متوسط أسعار الفائدة على أذون الخزانة باستحقاق ثلاثة أشهر[1].

ويلاحظ المتتبع للجدول (2) إن السلطة النقدية في مصر لما لها من سياسات نشطة لأسعار الفائدة استطاعت على أثر انخفاض أسعار الفائدة الدولية، وبفضل

(1) للمزيد ينظر:-

- محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية، مصدر سابق، 20.

أسعار الصرف الثابتة ومعدلات التضخم المعتدلة أن تقوم بتخفيض أسعار الفائدة في أسواق النقد (المصارف) والمال في السنوات الأخير من الدراسة، إذ يلاحظ التناقص المستمر في مستويات أسعار الفائدة المصرفية خلال مدة الدراسة (1990-2006)، فقد انخفض سعر إعادة الخصم وأسعار الفائدة على الودائع والإقراض من 14٪ و12٪ و19٪ على التوالي عام 1990ليصل إلى 9٪ و6.10٪ و12.6٪ على التوالي عام 2006، وهذا يعني إن السلطة النقدية تسعى إلى تشجيع المشروعات الاستثمارية المختلفة ودعمها، ومن ثم التأثير في النشاط الاقتصادي، ولعل هذا الانخفاض التدريجي يفسر تدابير مختلفة في مدياتها بشأن تحرير أسعار الفائدة وتخفيف حدة الكبح المالي والإسراع بعملية التحول نحو الأساليب غير المباشرة، وذلك من شأنه أن يغير من مسار الاعتماد المتزايد على الأساليب المباشرة الهادفة إلى خفض تكلفة الائتمان الموجه لتمويل العجز الحكومي والتوجه نحو اعتماد أساليب ترتكز على قوى السوق، ولذلك فإن مصر اعتمدت في إصلاح قطاعها المالي عنصرين بارزين هما تطوير أدوات غير مباشرة لإدارة السيولة وتعزيز جانبية الأصول المصرفية بالعملة الأجنبية وهو ما دفعها إلى تحرير سعر الفائدة[*] فضلاً عن إعادة النظر بالتحكم في الائتمان، إلى جانب ذلك التوجه نحو زيادة عنصر تنافس الأسواق المالية، وعليه فقد شهدت مصر خلال الدراسة تحريراً لأسعار الفائدة الدائنة والمدينة، وأصبحت أسعار الفائدة خاضعة لآليات العرض والطلب بدلاً من الهيكل الجامد لأسعار الفائدة والذي كان يوزع على البنوك التجارية من لدن البنك المركزي مع بداية كل عام ويتم العمل به بداية السنة وحتى نهايتها،

---

(*) لقد كان لتحرير سعر الفائدة من لدن السلطة النقدية عدة دوافع عدة منها (الاندماج بحركة السوق النقدية والمالية الدولية لتطبيق سياسات الإصلاح النقدي والمالي/ تحرير سعر الفائدة إذ من شأنه أن يرفع من كفاءة الأداء المصرفي فيما يتعلق بالمنافسة بتجميع المدخرات واستثمارها / زيادة العائد على الجنيه المصري عندما يستخدم ودائع لدى المصارف مقابل العملات الأجنبية) للمزيد ينظر:-

- د.إكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي، مصدر سابق، 114.

وعليه فأن الأمر اسهم في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، إذ يرتبط مستوى أسعار الفائدة هذا بعلاقة تشابكية مع أدوات السوق المالية تحدد أسعار الفائدة من خلال السوق المالية[1].

أما فيما يتعلق بتأثير أسعار الفائدة في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، فإن مؤشر سعر الفائدة على الودائع الثابتة يمثل المتغير الأكثر تأثيراً في السياسة النقدية بوصفه البديل الأفضل للأوراق المالية في حال ارتفاعها، وذلك لعدم تعرض الودائع الثابتة لمخاطر الارتفاع والانخفاض أو مخاطر عدم السداد، فضلاً عن تأثير هذا النوع من أسعار الفائدة في المركز المالي للشركات التي تقوم بالإقتراض من المصارف التجارية لتمويل احتياجاتها مع الأخذ بنظر الاعتبار تأثير باقي مستويات أسعار الفائدة الأخرى[2]، والشكل (31) يوضح تطور مستويات أسعار الفائدة خلال مدة الدراسة.

(1) للمزيد ينظر:-

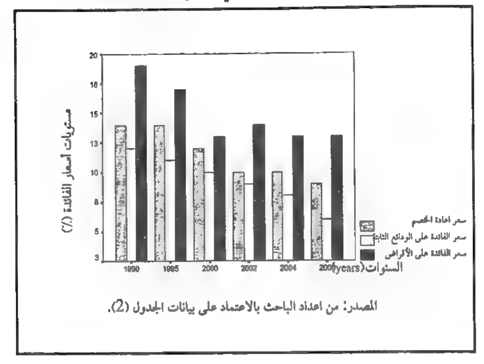
- الاسكوا، مسح التطورات الاقتصادية والاجتماعية في منطقة الاسكدا، اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا، الأمم المتحدة، 2004، 92.

(2) للمزيد ينظر:-

- د.عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 34-35.

## شكل (31)

## تطور مستويات اسعار الفائدة في مصر للمدة (1990 – 2006)




المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (2).

## جدول (2)

## تطور مستويات أسعار الفائدة في مصر للمدة (1990-2006)

| السنوات | معدل الخصم البنك المركزي (سعر البنك) | معدل الإيداع | معدل الإقراض | الفائدة على أذونات الخزانة بعد 1997 (٪) |
|---|---|---|---|---|
| 1990 | 14.00 | 12.00 | 19.00 | - |
| 1991 | 20.00 | 12.00 | - | - |
| 1992 | 18.00 | 12.00 | 20.30 | - |
| 1993 | 16.50 | 12.00 | 18.30 | - |
| 1994 | 14.00 | 11.80 | 16.50 | - |
| 1995 | 13.50 | 10.90 | 16.50 | - |
| 1996 | 13.00 | 10.50 | 16.60 | - |
| 1997 | 12.25 | 9.80 | 13.80 | 8.8 |

| السنوات | معدل الخصم البنك المركزي (سعر البنك) | معدل الإيداع | معدل الإقراض | الفائدة على أذونات الخزانة بعد 1997 (٪) |
|---|---|---|---|---|
| 1998 | 12.00 | 9.40 | 13.00 | 8.8 |
| 1999 | 12.00 | 9.20 | 13.00 | 9.0 |
| 2000 | 12.00 | 9.50 | 13.20 | 9.1 |
| 2001 | 11.00 | 9.50 | 13.30 | 7.2 |
| 2002 | 10.00 | 9.30 | 13.80 | 5.5 |
| 2003 | 10.00 | 8.20 | 13.50 | 6.9 |
| 2004 | 10.00 | 7.70 | 13.40 | 9.9 |
| 2005 | 10.00 | 7.10 | 13.10 | 8.6 |
| 2006 | 9.00 | 6.10 | 12.60 | 9.0 |

Scoure:- International Monetary Fund (I.M.F), International Financial Statistic (IFS), Washington, Year Book, 2006, Page 468.

- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد مختلفة.\

**3- مؤشر سعر الصرف Exchange Rate Index:-**

يكشف هذا المؤشر عن وجود استقرار نسبي في أسعار صرف الجنيه المصري إزاء الدولار الأمريكي بشكل عام، تبعاً لاستمرار مصر في تطبيق سياسات الإصلاح المالي وفي إطار برامج مدعومة من المؤسسة المالية الدولية أو بمبادرات ذاتية استهدفت تحقيق التوازن داخلياً وخارجياً وللمحافظة على الاستقرار النقدي واستقرار الأسعار بوصفها اهدافاً أولوية من اجل الارتقاء بجدارتها الائتمانية، ومن ثم تكون قادرة على الإيفاء بالتزاماتها المالية إزاء البلدان الدائنة.

لقد اسهمت برامج تطبيق سياسات الإصلاح على إقامة سوق حرة للصرف الأجنبي لمعاملات الحساب الجاري في عام 1991، وفي عام 1994 تم تحرير سوق الصرف الأجنبي بشكل اكبر عن طريق تخفيض القيود على حساب رأس المال، كذلك شهد عام 1995 صدور لائحة تنفيذية لقانون النقد الأجنبي رقم (38) لسنة

1994 والتي كان بمنزلة نقطة تحول جذرية في نظام الصرف الأجنبي في مصر، وذلك في ظل مواصلة البنك المركزي المصري تطبيقه سياسة التقويم المدار لأسعار صرف الجنيه(1).

وأسهمت سياسة التعويم المدار لأسعار صرف الجنيه في الثبات النسبي مقابل الدولار طوال مدة الدراسة وبالتحديد حتى عام 1999، ومثلما هو موضح في الجدول (3)، الأمر الذي عكس الاستقرار الكامل لسوق الصرف، وفي الوقت نفسه يعتبر دافعاً إيجابياً لتعزيز مناخ الاستثمار، إذ كان البنك المركزي يتدخل مشترياً من سوق الصرف منذ تحريره عام 1991 مما يعرض عليه من فوائض النقد الأجنبي لدى المصارف التجارية، وكان الهدف من ذلك الإجراء هو حماية القدرة التنافسية للسلع المصرية في مواجهة السلع الأجنبية سواء كان في الداخل أو الخارج(2).

ألا إنه بعد عام 1999 بدأ سعر صرف الدولار مقابل الجنيه بالارتفاع ليصل الى 6.191 جنيه مصري مقابل الدولار عام 2004 بعد أن كان 3.398 جنيه مصري عام 1999، الامر الذي اسهم في خفض قيمة الجنيه، ثم ارتفعت نسبة التغيير السنوي خلال الأعوام 2000، 2001، 2002، 2003، 2004 لتبلغ 3.5٪ و11.4٪ و15.3٪ و28٪ و5.1٪ على التوالي، ولكن بعد عام 2004 بدأ سعر صرف الدولار بالانخفاض ليصل إلى 5.7 و5.4 جنيه مقابل الدولار للاعوام 2005، 2006 على التوالي، ليعود سعر صرف الجنيه إلى الاستقرار، ولقد اسهم في ذلك قرار البنك المركزي عام 2003 اذ تقرر بموجبه إلغاء العمل بالسعر المركزي للدولار وتعويم سعر صرف الجنيه، إذ تركت للبنوك التجارية حرية تحديد أسعار الشراء والبيع

---

(1) د.إكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي، مصدر سابق، 123.

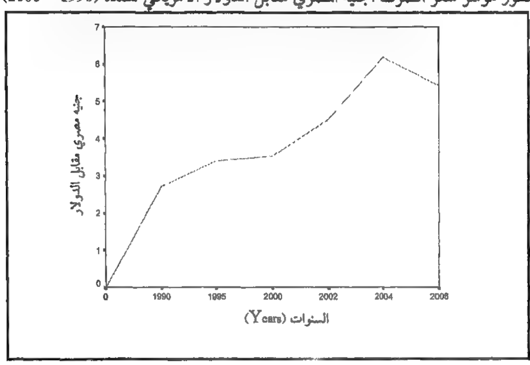
(2) للمزيد ينظر:-

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أبو ظبي، 2004، 165.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الاستثمار في الدول العربية، الكويت، 2006، 33، حسب ما نشر على الموقع (www.iaigc.org).

للنقد الأجنبي في أطار السوق الحرة للصرف الأجنبي، والذي انعكس بدوره على الاستقرار في سوق الصرف، ولتلعب آليات العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي دوراً في تحديد سعر صرف الجنيه المصري[1]، والشكل (32) يوضح تطور سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي.

شكل (32)

تطور مؤشر سعر الصرف الجنية المصري مقابل الدولار الأمريكي للمدة (1990 – 2006)




(1)- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، مصدر سابق، أعداد مختلفة.

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي/2005، مصدر سابق، 165.

جدول (3)

مؤشر سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الامريكي للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | جنيه / الدولار | نسبة التغير السنوي (٪) | السنوات | جنيه / الدولار | نسبة التغير السنوي (٪) |
|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 2.707 | - | 2000 | 3.512 | 3.53 |
| 1991 | 3.250 | 18.50 | 2001 | 3.973 | 11.42 |
| 1992 | 3.330 | 3.12 | 2002 | 4.500 | 15.38 |
| 1993 | 3.353 | 0.60 | 2003 | 5.851 | 28.88 |
| 1994 | 3.386 | 0.89 | 2004 | 6.191 | 5.17 |
| 1995 | 3.391 | 0.29 | 2005 | 5.790 | - 6.55 |
| 1996 | 3.392 | 0.02 | 2006 | 5.420 | - 6.39 |
| 1997 | 3.388 | - 0.29 | | | |
| 1998 | 3.388 | 0 | | | |
| 1999 | 3.398 | 0.29 | | | |

Source: International Mouetary fund (IMF), International Financial statistics (IFS) Various numbers, 2005, 2006, page, 569.

تم احتساب نسبة التغير السنوي من قبل الباحث.

**4- مؤشر التضخم Inflation Index:**

إن هذ المؤشر يمثل اهم مؤشرات السياسة النقدية ويسترشد به في اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الأسعار وسعر الصرف، وقد عبر هذا المؤشر عن (التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك) عن هبوطه بشكل عام ابتداءاً منذ تطبيق سيسات الأصلاح الأقتصادي، ومثلما هو يوضح في الجدول (4) الى ادنى مستوى لمعدل التضخم خلال مدة الدراسة بلغ 2.0٪ و 2.4٪ عام 2001 و 2002 على التوالي واعلى نسبة له شهدها الاقتصاد المصري خلال المدة نفسها كان عام 1991، إذ بلغ 19.5٪.

وتدل مؤشرات معامل الأستقرار النقدي ونسب التضخم التي تم قياسها، أن الأتجاهات التضخمية في الأقتصاد المصري آخذة بالأنخفاض في ضوء توجه البنك

المركزي الى ضبط سياسات الأئتمان وكذلك تركيز السياسة المالية على تقليل اوجه الأنفاق غير الضروري فضلاً عن امتناع البنك المركزي وخصوصاً بعد عام 1991 عن تمويل عجز الميزانية بالأصدار النقدي توافقاً مع سياسة الأصلاح النقدي، إذ اتجهت السياسة المالية الى توجيه النفقات الاستثمارية صوب استكمال مشاريع البنى الاساسية في المجالات المختلفة مع السعي التدريجي لزيادة تلك الأستثمارات في حدود الموارد المتاحة وتمويل الجزء الأكبر منها بموارد حقيقية دون اللجوء الى الجهاز المصرفي، الأمر الذي يفضي الى الخفض التدريجي لعجز الموازنة ويقلل الضغوط التضخمية، وهذا من شأنه ان يتفق مع سياسة السلطة النقدية وأهدافها[1].

وتشير البيانات الخاصة بمعدلات التضخم الى التذبذب المستمر طوال مدة الدراسة ابتدأ منذ عام 1990 حتى عام 2006 إذ شهد الأقتصاد المصري ارتفاع معدل التضخم في السنوات الاخيرة(2004 و 2005 و 2006) ليصل الى11.3٪ و 4.8٪ و 7.6٪ على التوالي، ويعزى هذا الأرتفاع اساساً الى استمرار تأثير فيروس انفلونزا الطيور في اسعار مجموعة الطعام والشراب وبخاصة اسعار الدواجن واللحوم والبيض الى جانب الغاء جزء من الاعتمادات المخصصة لدعم بعض المنتجات البترولية على اسعار تلك المنتجات والذي امتد ليشمل اسعار اقسام النقل والمواصلات وكذلك الاقسام الاخرى المرتبطة به، على الرغم من تراجع معدل التضخم الى 4.8٪ عام 2005، ولعل الذي اسهم في هذا التراجع والحد من معدلات التضخم العالية هو تراجع معدل نمو السيولة وتحسن سعر صرف الجنيه المصري[2]، ويوضح الشكل(33) معدلات التضخم في مصر خلال مدة الدراسة.

---

(1) للمزيد ينظر:

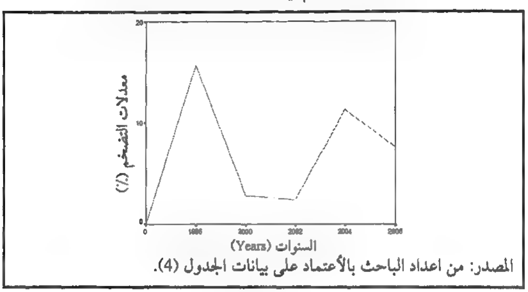
- د. أكر عبد العزيز، الإصلاح المالي، مصدر سابق، 92 – 98.

- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي/2005، مصدر سابق، 75 – 76.

(2) البنك المركزي المصري، المجلة الأقتصادية، المجلد /47، العدد /1، قطاع البحوث والتطوير والنشر، 21، 2006/2007.

## شكل (33)

## تطور مؤشر التضخم في مصر للمدة (1990 – 2006)




المصدر: من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (4).

## جدول (4)

## معدلات التضخم وفقاً للتغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك في مصر للمدة (2006 – 1990)

| معامل الأستقرار النقدي | معدل التضخم على اساس التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك | الرقم القياسي لأسعار المستهلك سنة 1995 | السنوات | معامل الأستقرار النقدي | معدل التضخم على اساس التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك | الرقم القياسي لأسعار المستهلك سنة 1995 | السنوات |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1.1 | 3.5 | 120.4 | 1999 | - | - | 52.4 | 1990 |
| 0.8 | 2.8 | 123.7 | 2000 | 1.4 | 19.5 | 62.7 | 1991 |
| 2.1 | 2.0 | 121.5 | 2001 | 0.5 | 13.7 | 71.3 | 1992 |
| 2.8 | 2.4 | 129.5 | 2002 | 1.2 | 11.2 | 79.3 | 1993 |
| 1.6 | 4.4 | 135.3 | 2003 | 1.0 | 9.0 | 86.4 | 1994 |
| 0.7 | 11.3 | 150.6 | 2004 | 0.6 | 10.7 | 100.0 | 1995 |
| 1.2 | 4.8 | 157.9 | 2005 | 0.9 | 7.0 | 107.2 | 1996 |
| 1.6 | 7.6 | 170.9 | 2006 | 1.2 | 4.5 | 112.1 | 1997 |
|  |  |  |  | 0.9 | 4.6 | 116.8 | 1998 |

Source: International Monetary Fund (IMF), International Financial Statistic (IFS), Various Number, 1995, 2006, page 469.

- صندوق النقد العربي، مؤشرات اقتصادية، الدائرة الأقتصادية، اعداد مختلفة.
- تم استخراج معامل الأستقرار النقدي من خلال قسمة نسبة التغير لـ MS2 على نسبة التغير لـ G.D.P بالأسعار الجارية.
- هناك سلسلتين من الأرقام القياسية الأولى تبدأ من (1990 الى 2001) وبسنة اساس 1995 والثانية تبدء من سنة (1994 – 2005) وبسنة اساس 2000، ولغرض الحصول على سلسلة موحدة من (1990 – 2006) وبسنة اساس واحدة تم توحيد بسنة اساس (1995) وحب المعادلة التالية:

الرقم الفياسي لعام (2002) في السلسلة الاولى = 105.1 (الرقم القياسي لسنة 2002 في السلسلة الثانية) ×

$$\frac{\text{100 الرقم القياسي لسنة الأساس في السلسلة الأولى}}{\text{81.1 الرقم القياسي لعام 1995 في السنة الثانية}} = 129.5$$

وهكذا بالنسبة لبقية السنوات للمزيد ينظر:
- د. ابراهيم علي ابراهيم عبد ربه، الاحصاء الوصفي، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، 418 – 420.

المطلب الثاني: السياسة النقدية في الولايات المتحدة (**1990 – 2006**)

**أولاً: نشأة الجهاز المصرفي وتطوره:**

قبل تأسيس نظام الصيرفة المركزية (*) في الولايات المتحدة كانت هناك الألاف من الوحدات المصرفية المستقلة بدلاً من عدد قليل من المصارف الكبيرة مع فروع لها في جميع انحاء البلاد (مثلما هو الحال الأن في اغلب البلدان)، إذ كان تحصيل الشيكات المسحوبة على مصارف في مدن اخرى في الولايات المتحدة يكلف كثيراً ويستغرق وقتاً، اضافة الى ان المصرف يفرض عمولة تبديل على تلك الشيكات المسحوبة عليه والمقدمة الدفع من لدن مصرف مدينة اخرى وكان تسويغ تلك العمولة التي تفرضها المصارف

(*) الجدير بالذكر ان البنك الأول للولايات المتحدة كان (1792 – 1812) والثاني لها كان (1816 – 1830) وكانا مؤسستين يشبهان نوع البنوك المركزية في بعض الجهات، إلا أن الفشل في الحصول على تجديد عقد البنك الثاني قد أخر تطور الصيرفة في الولايات المتحدة حوالي ثمانين سنة.

انـذاك يستند الى ان دفـع الشيكات يتوجـب شـحن العملـة لأمـاكن بعيـدة للوفـاء بالألتزامات). وقد ادت سلسلة الأحباطات الأقتصادية القاسية والذعر المـالي(**) الـذي اصيب به الاقتصاد الامريكي في القرن التاسع عشـر وبدايـة القـرن العشـرين الى خلـق وكالة تنظيمية مصرفية فيدرالية اطلق عليها (النظـام الاحتيـاطي الفـدرالي) عـام 1913، وكما هو قائم حالياً يضم النظام الفدرالي (12) بنكاً، احتياطياً فيدرالياً في مختلف المناطق و (25) فرعاً لها، والبنـوك الوطنيـة وبنـوك الولايـات موجـودة في نيويـورك وشـيكاغو ودالاس وسان فرانسيسكو ومدن رئيسة اخرى لكل منهما سلطة على منطقـة محـدودة، ويقوم كل بنك احتياطي فيدرالي بـادارة اعمـال الصـيرفة والأشـراف علـى البنـوك في المنطقة الخاصة به، في حين تتمركـز سـلطة الاعمـال المصـرفية للتنسـيق فيمـا بينهمـا في العاصمة واشنطن، ولعل من اهم الأسباب الـتي دعـت الى تأسيس (نظـام الاحتيـاطي الفدرالي / FRB) خوف الكونغرس من تمركز السلطة المالية، فضلاً عن ذلـك الأعتقـاد بضرورة وجود مصارف متعددة تتلاءم مع الأتساع الجغرافي وتنوع الظروف الأقتصـادية للولايـات المتحـدة، الى جانـب ان لكـل مصـرف الحـادي احتيـاطي مصـرف خـاص بالمشكلات المتعلقة بمنطقته ويسمح له ضمن حدود معينـة بـان يتخـذ قـرارات مسـتقلة حول هذه المشكلات[1].

---

(**) يحدث الذعر المالي أو المصرفي عندما يحاول عدد كبير من الأفراد سحب نقودهم دفعة واحـدة عندها يحدث نوبة سعار تتفاقم تعرف عادة بأسم (التهافـت علـى البنـوك)، فـإذا مـا لقـي احـد المدعوين صعوبة في سحب نقوده على الفور، أصاب الذعر المودعيين الأخرين خشية ان يفقـدوا نقودهم، وبدافع الخوف سيهجم المودعون علـى البنـك مطـالبين بسـحب جميع امـوالهم وعلـى الفور، ومن ثم لايمكن وحتى لأقوى البنوك ان تصمد امام هذا النوع من الطلـب الشـامل علـى الودائع، وقد ضربت الولايات المتحـدة بالـذعر المصـرفي في الاعـوام (1892، 1895، 1907) واتبع هذا الذعر تراجعاً اقتصادياً كبيراً للمزيد ينظر:

- Pail, Samuelson& williom Bordhaus, Economic, Mc, Grawhill, Copyright, 1995, page, 526.

- بول . آ. ساموبلسون، الاقتصاد، مصدر سابق، 526 – 527.

(1) للمزيد ينظر:

- Rose, Peter, Commercial Bank Management, 4th ed, Irwin , Mc Grow Hill, 1999, page 39.

(وعلى الرغم من أن النظام الاحتياطي الفدرالي هو من الناحية الأسمية مؤسسة تمتلكها البنوك التجارية الاعضاء فيه، إلا أنه من الناحية العملية وكالة عامة مستقلة وهو مسؤولة بشكل مباشر امام الكونغرس ويتجاوب مع نصائح الرئيس الامريكي ينبغي على مجلس الأحتياطي الفدرالي ارسال تقارير دورية عن اعماله الى الكونغرس، إلا أن ذلك لايمنع من ان يتمتع المجلس بالأستقلالية عن الكونغرس والرئيس، وتعزز هذه الاستقلالية لكون ان اهم المداولات التي يقوم بها المجلس لاتخاذ قراراته تبقى سرية ولايتم نشرها إلا بعد مرور مدة من الزمن، كذلك يعتمد المصرف لتأمين جميع نفقاته التشغيلية على مردود استثماراته والرسوم التي يستوفيها لقاء خدماته)[1]، وعند نشوء اي تعارض ما بين تحقيق الأرباح أو العمل للصالح العام فأنه لا يحيد مطلقاً عن العمل للصالح العام، ويختلف النظام المصرفي الامريكي اختلافاً بارزاً عن مثيلاته في البلدان الرأسمالية الاخرى، ففي الوقت الذي تمتلك فيه هذه البلدان عدداً قليلاً من المصارف الكبيرة وهذه المصارف لديها العديد من الفروع، فأن الولايات المتحدة تمتلك كثيراً من المصارف الكبيرة، وأن المصرف ذا الوحدة الواحدة هو الأصل.

وتخضع جميع هذه المصارف للأنظمة الفدرالية الخاصة بالسياسة النقدية، وتشير الاحصائيات الواردة الى ان عدد المصارف في الولايات المتحدة قد انخفض من (9221) مصرفاً عام (1990) الى (6053) و (5933) مصرفاً عام (2005 و 2006) على التوالي، ويعود هذا الانخفاض في عدد المصارف الى ان هناك مصارف تنشأ سنوياً في حين ان عدداً اخر يختفي تحت ظاهرتي الأندماج والتملك الأقتصاديين، اما بالنسبة الى عدد الفروع التابعة لهذه المصارف فقد ازدادت من (63392) فرعاً عام (1990) لتصل الى

=

- عبد الكريم جابر العيساوي، دراسة تحليلية لظاهرتي الاندماج والتملك الأقتصاديين مع التركيز على القطاع المصرفي (تجارب عالمية مختارة)، أطروحة دكتوراه كلية الإدارة والإقتصاد، الجامعة المستنصرية 2004، 157.

(1) بول . آ. ساموليسون واخرون، الأقتصاد، مصدر سابق، 540.

(79631و 80300) فرع عامي (2005 و 2006) على التوالي. ويقف وراء هذا التوسع سهولة حصول المقترضين الصغار على القروض[1]. أنظر جدول (5).

جدول (5)

تطور المصارف الامريكية للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | عدد المصارف | الفروع |
|---|---|---|
| 1990 | 9221 | 63392 |
| 1995 | 7571 | 68073 |
| 2000 | 6653 | 73631 |
| 2005 | 6053 | 79361 |
| 2006 | 5933 | 80300 |

المصدر: عبد الكريم جابر العيساوي، دراسة تحليلية لظاهرتي الأندماج والتملك الأقتصاديتين، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والإقتصادي، لجامعة المستنصرية، 2004، 161.

Stephen A. Rhoades, Bank Mergers and Banding structure in the United States (1980 – 1998)Board Of Govwnors Of the Federal Reseve System Staffstudy (174), Washington, 2000, P.25.

**ثانياً: الادوات النقدية للبنك الفدرالي:**

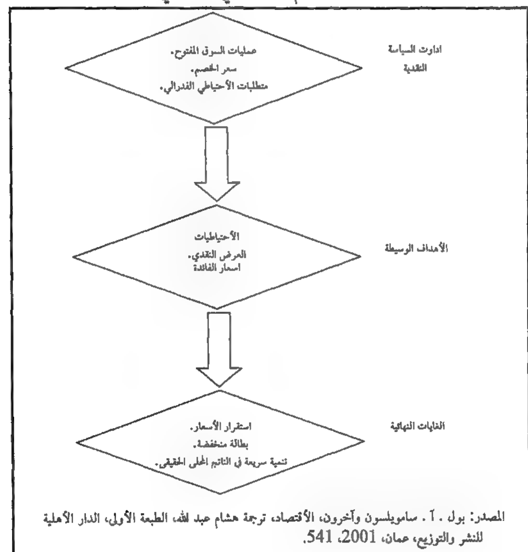
تشكل هيأة الاحتياطي الفدرالي في واشنطن مع بنوك الاحتياطي الفدرالي الأثنى عشر البنك المركزي الامريكي، ولغرض السيطرة على حجم الكتلة النقدية عرض النقد، والتسليف، والأئتمان في الأقتصاد يوجد تحت تصرف الاحتياطي الفدرالي ادوات عدة ومن المفيد ان نلقي نظرة على العالم مثلما يراه الفيدرالي حول تأثير تلك الادوات في اهداف وسيطة معينة مثل الاحتياطي والعرض النقدي واسعار الفائدة وهي الأهداف المخصصة للمساعدة في تحقيق الغايات النهائية للاقتصاد السليم تضخم منخفض وتنمية سريعة للمخرجات وبطالة منخفضة، والمهم هنا ايضاً ان تبقى الادوات والأهداف الوسيطة والغايات النهائية متميزة بعضها عن بعض لغرض، والشكل الأتي يكشف لنا المراحل المختلفة لعمليات الأحتياطي الفدرالي، فعند ادارة الاحتياطي للنقود فأن عليه مراقبة مجموعة من

(1) للمزيد في ذلك ينظر:
- جورج كلالك، موجز الأقتصاد الامريكي، مصدر سابق، 80.
- عبد الكريم جابر العيساوي، دراسة تحليلية لظاهرتي الأندماج والتملك الأقتصاديين، مصدر سابق، 161.

المتغيرات تعرف بأسم (الأهداف الوسيطة) وهي متغيرات اقتصادية وليست ادوات سياسية في يد الاحتياطي وهي ليست غايات حقيقية لتلك السياسات، ولكنها تقـع في وسط يربط ما بين الادوات وتحقيق الأهداف، فأذا مـا اراد الفـدرالي التـأثير في تلك الغايات النهائية، فأنه يبدأ بتغيير احـدى ادواتـه وهـذا التغـيير يـؤثر في مـتغير وسيط مثل اسعار الفائدة او شروط الأئتمان او العرض النقدي.

**شكل (34)**

**(ادوات النظام الاحتياطي الفدرالي)**




المصدر: بول . آ . ساموبلسون وآخرون، الأقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الطبعة الأولى، الدار الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2001، 541.

1- سياسة سعر اعادة الخصم (الحسم): Discount Rate

عندما بدأت البنوك الاحتياطية الأتحادية في الولايات المتحدة عملياتها عام (1914)، اتجهت بشدة نحو تبني سياسة سعر الخصم الفعالة بمساعدة عمليات السوق المفتوحة عند الضرورة لغرض جعل السعر مؤثراً، إلا أن ما كان ينقصها هو وجود سوق نقدي متجاوب مع التغيرات في ظروف الأئتمان واسعار الخصم الرسمية، الأمر الذي دفع الاحتياطي الأتحادي الى تشجيع تأسيس سوق نقدي منظم بصورة جيدة في نيويورك، كعامل اساسي في ترتيبات السيطرة على الأئتمان في بلد مثل الولايات المتحدة، وكان السوق النقدي المنظم قد اسس بأربعة اقسام مختلفة (سوق القبولات المصرفية وسوق الاوراق التجارية وسوق الاوراق الحكومية قصيرة الأجل وسوق القروض متوسطة الأجل عند الطلب) وكان أهمها (سوق القبولات المصرفية)، بالإضافة الى سوق الاوراق المالية الحكومية قصيرة الأجل، وقد جرى تأسيس اسواق نقدية في مراكز بنك الاحتياطي الأتحادي الأخرى، مثل شيكاغو وبوسطن وسان فرانسيسكو، في حين ان سوق نيويورك قد تطور الى سوق مالي دولي ذي اهمية[1].

ويؤثر سعر اعادة الخصم الذي يملكه المجلس الاحتياطي الفدرالي في معدل الفائدة التي تدفعها المصارف التجارية على استلاف او اقتراض الأموال من مصارف الأحتياطي في مناطقها (أي معدل الفائدة التي تفرضها بنوك الاحتياطي الفدرالي الأقليمية الأثنا عشر على قروض البنوك منها)، إذ يستطيع مجلس الاحتياطي من تشجيع الأئتمان وتقليصه عند رفع سعر الخصم أو خفضه، ومن ثم تغيير كمية الموارد المالية المتوفرة للمصارف كي تعرضها فرفع معدل الخصم يثني بعض المصارف من الأقتراض من الاحتياطي الفدرالي والذي بدوره يؤدي الى نمو ابطأ في الحساب الدائن للمصارف ومن ثم رفع معدل الفائدة على الأقراض، وبالعكس يعمل خفض معدل الخصم على تحفيز اقراض المصرف من الاحتياطي وتصبح المصارف اكثر تحرراً في توفير الحساب الدائن لزبائنه، وبالتالي يزيد مجموع الاحتياطيات المصرفية، وهكذا تؤثر التغيرات في معدل الخصم على معدلات الفائدة الأخرى[2].

---

(1) م. أ. ج دي كوك، الصيرفية المركزية، ترجمة عبد الواحد المخزومي، الطبعة الاولى، دار الطليعة للطباعة والنشر، لبنان، 1987 142، 143.

(2) Lawrences, Ritter and William L. Silbar, Principles of Money, Banking and Financial Market, 6th Edition, Basic Book, INC, Publishe, new York, 1989, page, 561.

### 2- عمليات السوق المفتوحة: Open Market Operation

خلال العشرينات من القرن الماضي كانت عمليات السوق المفتوحة تنفذ في مناسبات متعددة لغرض جعل اسعار الخصم لبنوك الأحتياطي الأتحادي فعالة أو تهييء الأرضية لتغييرات في أسعارها، إلا أنه خلال الثلاثينات و الأربعينات من القرن نفسه صممت عمليات السوق المفتوحة للمحافظة على نمو الكتلة النقدية والأحتياطي النقدي لدى البنوك، وخلال الخمسينات أخذت عملية السوق المفتوحة في الولايات المتحدة تحتل المرتبة الأولى من بين الوسائل الرئيسة للسياسة النقدية وخدمت اغراضاً متعددة، إذ أن هذه العمليات وجدت استخدامها الأكبر بوصفها واحدة من أكثر الادوات فاعلية للنظام الأحتياطي في سعيه نحو خلق ظروف نقدية تساعد الاستقرار الأقتصادي، وأن هذه السياسة كانت ذات تأثير تعويضي موجه نحو استقرار اكثر في الاعمال التجارية طالما انها الأداة الأكثر مرونة لنظام الاحتياطي الفدرالي، إذ يمكن استخدام هذه الاداة يومياً وفي بعض الأحيان اكثر من مرة في اليوم الواحد كذلك إذاما أرتكب النظام الأحتياطي الفدرالي خطأ ما فأنه يستطيع بسرعة التحول في الاتجاه المعاكس من خلال موازنة صفقة البيع والشراء، وتعتمد فاعلية هذه العمليات بشكل واضح على الظروف الاقتصادية السائدة واتجاهات السياسة الأقتصادية الرسمية وأهدافها[1].

ويستطيع الفدرالي عن طريق بيع الاوراق المالية الحكومية وشرائها في السوق المفتوحة ان يرفع الاحتياطيات المصرفية أو يخفضها ويطلق عليها بعمليات السوق المفتوحة، والتي تتطلب بدورها وجود سوق نقدية ومالية متطورة، فأذا ما كانت السياسة النقدية التي يرغب النظام الأحتياطي اتباعها توسعية فأن لجنة السوق المفتوح سوف تضخ المزيد من الاحتياطي للجهاز المصرفي عن طريق شراء أذون الخزانة القصيرة الاجل و سندات الخزنية طويلة الأجل من المصارف التجارية أو مؤسسات الأعمال الأخرى والأفراد بهدف توفير احتياطات جديدة لدى

(1) م. أ.ج كوك، الصيرفة المركزية، مصدر سابق، 168 – 169.

المصارف التجارية أي زيادة اموال المصارف التي يمكن أن تقدمها كقروض أو استثمار، وبالتالي يزداد النقد المتداول، وبالعكس إذا ما قرر المجلس الاحتياطي خفض الكتلة النقدية فأنه سيبيع السندات أو الاوراق المالية الحكومية للمصارف لسحب بعض الاحتياطيات الفائضة لدى الاخيرة، وغالباً ما تحدث صفقات البيع والشراء للاوراق المالية عن طريق مكتب التداول الذي يقع في مصرف الاحتياطي في نيويورك، إذ يجتمع موظفو الفدرالي ولجنة السوق الفدرالية في كل صباح لمراجعة الظروف في الأسواق المالية والتطورات الاخيرة التي تصيب الأقتصاد ومن ثم تتخذ القرارات بشأن عمليات بيع وشراء اوراق حكومية مختارة، وتحدث التداولات مع تجار الاوراق المالية الرئيسيين الذين توافق عليهم الحكومة ويختار مدير المكتب والموظفون تلك الاوراق المالية التي يقدمها التجار والتي تحمل افضل الاسعار، كذلك تناقش لجنة السوق المفتوح الفيدرالي بأستمرار المسار الملائم للسياسة النقدية وبشكل يتلاءم مع الظرف الأقتصادي القائم والمتوقع[1].

3- تغيير متطلبات الأحتياطي Required Reserve Ratio:

تعد الولايات المتحدة أولى البلدان التي وضعت اشتراطات قانونية تلزم المصارف التجارية الاحتفاظ بحد ادنى من الأرصدة الدائنة في حساباتها لدى البنك المركزي بنوك الاحتياطي الفدرالي إستناداً الى نسبة ثابتة من ودائعها تحت الطلب والثابتة، كما كانت ايضاً الأولى بمنح سلطة قانونية للبنك المركزي لتغيير متطلبات الاحتياطي هذه من وقت الى أخر بحدود معينة فوق نسبة الحد الأدنى المعتادة للاحتياطي، إذ منحت هذه السلطة في البداية لنظام الأحتياطي الأتحادي عام (1933) ثم جرى توسيعها عام (1935) (من أجل منع توسيع أو تقليص الأئتمان الموذي)، وأن لا تقل نسبة الحد الأدنى للأحتياطي عن تلك التي كانت موجودة بالتطبيق في وقته وأن لاتزيد عن مثلي تلك النسبة، فالنظام الاحتياطي خول

---

(1) جورج كلارك، موجز الأقتصاد الأمريكي، مصدر سابق، 90.

- Rose, Peter, Commercial Management Bank , Op. cit, Page 90.

صلاحية تغيير المتطلبات فيما يخص الحد الأدنى لأرصدة الاحتياطي التي تحتفظ بها المصارف الاعضاء مع بنوك الاحتياط الأتحادي المعنية شريطة أن لاتكون نسبة الاحتياطي أقل من تلك الموجودة في ذلك الوقت (1935) وهي 13٪ من صافي الودائع تحت الطلب فيما يخص مصارف مدن الاحتياطي المركزي و 10٪ فيما يخص مدن الاحتياطي و 7٪ فيما يخص مصارف الريف و 3٪ فيما يتعلق بالودائع الثابتة لجميع المصارف الأعضاء، ولاتزيد عن مثلي تلك النسبة (أي لغاية 26٪ و 20٪ و 14٪ و 6٪ )على التوالي، ولقد مارس الأحتياطي الفدرالي هذه الصلاحية لأول مرة عام (1936) وذلك عندما رفعت متطلبات الأحتياطي، بسبب الخوف من أن تؤدي الزيادة الكبيرة في الأحتياطيات النقدية للمصارف الأعضاء الناتجة عن التدفق الهائل للذهب الى توسع ائتماني مؤذ[1].

وفي عام (1980) وبموجب قانون الاعمال المصرفية حدد الاحتياطي الفدرالي نسبة الأحتياطي المئوية من الودائع التي يجب الأحتفاظ بها لدى الفدرالي أو كنقد لدى البنوك من كل فئة من فئات الودائع غير الكاسبة للفائدة، إذ تأرجحت هذه النسبة ما بين 10 – 14٪ مقابل الودائع تحت الطلب لدى البنوك الكبرى و 3٪ من الحسابات الجارية في البنوك الصغيرة، ولا تفرض على الودائع الأدخارية أي احتياطات اجبارية، ومن ثم فأن المجلس الاحتياطي لايستطيع رفع نسبة الاحتياطي بالنسبة الى البنوك الكبرى الى 14٪ أو أكثر وهو المعدل المسموح له لأن التغيير الضخم في نسبة الاحتياطي خلال فترة زمنية قصيرة سيقود الى ارتفاع كبير في اسعار الفائدة وبالتالي تقنين القروض وهبوط كبير في الاستثمارات وانخفاض خطير في الناتج المحلي الأجمالي والعمالة مما يكون له أثاره السلبية ي الأقتصاد الامريكي، لذلك من الضروري استخدام هذه الاداة القوية بحذر شديد وان لا يستخدم التغيير في متطلبات الاحتياطي الا في حالات قليلة، لأنه يمثل تغيير

(1) للمزيد ينظر:

- Michael, Parkin, Melanie, Powell & Kent, Mathews, Economics, 3th ed, England, 1997, Page 804.

كبيراً وحاداً في السياسة النقدية وانه يمكن استخدام عمليات السوق المفتوحة لتحقيق ذات النتائج المرغوبة بطريقة اقل ضرراً لذا فعلى الرغم من ان لدى النظام الاحتياطي السلطة لتغيير نسبة الاحتياطي ضمن مجال معين اقل ضرراً، إلا أنه يقوم بذلك في مناسبات نادرة جداً وعندما تتطلب الأوضاع الأقتصادية اجراء تغير حاد وفي السياسة النقدية.

4- ادوات سياسة الاحتياطي الاخرى:

هناك ادوات اخرى للسياسة النقدية يستخدمها الاحتياطي للتأثير في سلوك المصرف ومن ثم في الأقتصاد، وهي الأقناع الاخلاقي (المعنوي) ومتطلبات حد الربح، إذ من خلال الأقناع الاخلاقي يحاول الاحتياطي الفدرالي ممارسة الضغط النفسي على الأفراد والمؤسسات للانسجام مع سياسته وذلك من خلال استخدام المكالمات الهاتفية أو الرسائل الى الصرفيين أو المصارف والقاء الخطب التي توضح سياسات الاحتياطي الفدرالي والأدلاء بالشهادة أمام الكونغرس لشرح ما يقوم به الأحتياطي الفدرالي وتوضيح اهدافه وتنبيه المصارف على الرسالة أو المكالمة الهاتفية من موظفي البنك الفدرالي بسبب اهتمامهم بأحتمال وجود انظمة اكثر صرامة في الطريق.

أما الاداة الثانية (حد الربح) فهي نادرة الأستخدام، وتتمثل في السيطرة على متطلبات حد الربح على شراء الاسهم والسندات، فينبغي ان يستخدم المستثمر الذي يشتري اوراقاً مالية مدرجة ومعينة امواله لتغطية نسبة مئوية محددة من سعر شراء الاوراق المالية، و يمكن اقتراض ما يبقى من ذلك السعر بأستخدام تلك الأوراق المالية المشتراة بوصفها ضمانة اضافية من المصارف، ومنذ عام (1974) ثبتت متطلبات حد الربح في الولايات المتحدة المطبقة على شراء السندات والاسهم المختارة القابلة للتمويل والمبيعات قصيرة الأجل عند نسبة 50٪ المتبقية مقابل قيمة السوق لتلك الاوراق المالية المشتراة، ولا يغير مجلس الاحتياطي الفدرالي متطلبات

شراء النقد هذه في اغلب الاحيان، عاكساً بذلك الانطباع العام بأن متطلبات حد الربح غير فعالة بوصفها أداة للسياسة النقدية[1].

إضافة الى ذلك فأن لدى الحكومة وسائل أخرى تتمثل بقدرات الكونغرس ووزارة المالية ولن يكون الاحتياطي الفدرالي اليد الوحيدة للحكومة التي تحتاج المصارف والصيرفيين مراقبتها بحذر لتأثيره في الاقتصاد والنظام المالي، بل أن لقرارات الفرع التشريعي من الحكومة ووزارة المالية العمومية فيما يتعلق بالتدخل الحكومي والنفقات الحكومية وسياسة الضرائب دوراً حيوياً يؤثر في ربحية المصرف ومخاطره ونموه، ففي الولايات المتحدة يقرر الكونغرس مقدار ما ينفق على البرامج الحكومية والضرائب والمصادر الاخرى من الأموال التي يعتمد عليها لدعم تلك البرامج لسنوات عدة، ويعتمد الكونغرس كثيراً على قابلية وزارة المالية الأمريكية على اقتراض الأموال من سوق النقد و سوق رأس المال لغرض تمويل تلك البرامج عندما يقل دخل الضريبة مؤدياً الى عجز مستمر في ميزانية الحكومة الفدرالية وارتفاع كبير في الدين العام للولايات المتحدة نسبة الى الناتج القومي الأجمالي (G.N.P) ومع ذلك وفي نهاية التسعينات بدأت الميزانية الفدرالية الامريكية تقترب من الفائض لأول مرة منذ ستينيات القرن الماضي وذلك بسبب التقليل وبشكل كبير جداً من احتياجات الأقتراض للحكومة الفدرالية، كذلك قيام المصارف التجارية بشراء نسبة كبيرة من التزامات الديون للمساعدة في موازنة المخاطر في برامجها للأقراض والتزود بسيولة اضافية لتلبية طلبات القروض المستقبلية وسحب الودائع[1].

وتؤثر التغيرات في الأنفاق الحكومي والضرائب والعجز في الميزانية والأقراض (السياسة المالية) تأثيراً كبيراً في عمل المصارف والمؤسسات الاخرى العاملة في الأسواق المالية، إذ تؤدي الزيادات في الأنفاق الحكومي عادة الى زيادات

---

(1) للمزيد ينظر:

- باري سيجل، النقود والبنوك و الأقتصاد، مصدر سابق، 270 – 271.

(1) Rose, Pater, Commercial Management, Op. Cit, P 95.

في الدخل الأسري العادي ودخل الأعمال والتي تزيد من ودائع المصرف والطلب على القروض وفي النهاية تعجل من تقدم النشاط الأقتصادي وربما المالي أيضاً كذلك فأن قرارات الكونغرس لرفع الضرائب والتقليل من العجز في الميزانية يؤدي في العادة الى انخفاض في اقتراض وزارة المالية وتخفض في النهاية من معدلات الفائدة كذلك من المحتمل تخفيض مدخولات القطاع الخاص و ودائع المصرف وطلبات القروض، ومن ثم فأن الأقتصاد ينمو بشكل ابطأ وقد تزداد البطالة، وهذا يعني بأن المصارف والصيرفيين ينبغي أن يدركوا التأثير المحتمل لاجراءات السياسة المالية ولأحتياجات الأقتراض المتوقعة وعمليات التمويل المالية لوزارة المالية، وللأستجابة المحتملة للاحتياطي الفدرالي ولهذه التطورات وغيرها من التطورات الأخرى في النظام الأقتصادي فأنه لا يستطيع أي صيرفي تجاهل تأثيرات هذه العوامل الخلفية في صنع قرارات اقتراض واقراض دقيقة، إذ انها تؤثر مباشرة في قيمة الموجودات والتزامات رأس المال حقوق المساهم (الملكية) للمصرف وحجم نفقات وتدفقات المال للمصرف.

**ثالثاً: تحليل مؤشرات السياسة النقدية**

**1- مؤشر عرض النقود Supply Money Index:**

تكشف هذه النقطة مدى التغيرات الحاصلة في عرض النقود بمفاهيمه المختلفة، إذ من الممكن ان تتغير كمية النقد الموجود في اشكاله المختلفة من حين الى أخر تبعاً لاجراءات السلطة النقدية وتفضيلات الأفراد في الاحتفاظ أو عدم الاحتفاظ بشكل معين دون أخر، والتي لها اهمية وتأثير بالنسبة الى مجمل الأقتصاد، ومن مكونات الكتلة النقدية الاكثر أهمية الودائع تحت الطلب والودائع المصرفية الاخرى (الأدخارية والزمنية) أصبحت هذه التركيبة ذو اهمية بالغة في مطلع عقد التسعينات من القرن الماضي نتيجة نمو الودائع المصرفية، الأمر الذي أسهم في زيادة درجة ارتباط المصارف بالسوق المالية. ومن ثم فأن التغيرات الحاصلة في هيكل الودائع المصرفية المكون للكتلة النقدية من شانها ان تؤثر في عرض النقود، وهذا ما يمكن ملاحظته من الاحصاءات الخاصة بذلك، إذ شهدت الانظمة المصرفية في

الولايات المتحدة تغيراً واضحاً في مكونات عرض النقود خلال مدة الدراسة (1990 – 2006) (أنظر ملحق 2 وجدول 6)، فقد تغير (MS1) طوال مدة الدراسة تغيرات مضطردة، إذ إزداد من (842.7) بليون دولار عام (1990) الى (1174.2) بليون دولار عام (1995)، ثم بدأ بالأنخفاض وأستمر هذا الانخفاض حتى عام (2000) ليبلغ (1112.3) بليون دولار، وأستمر ما بين الارتفاع والانخفاض حتى وصل الى (1387.6) بليون دولار عام (2006)، ويمثل النصف الثاني من عقد التسعينات وبالتحديد عام (1995) نقطة انقلاب في (MS1) نتيجة الانقلاب الكبير في اتجاه الودائع تحت الطلب، إذ اخذت تنخفض تدريجياً حتى بلغت (634) بليون دولار عام (2006) ، بعد أن كانت (710) بليون دولار عام (1995)، وقد انعكس هذا الأنخفاض على الأهمية النسبية لها من أجمالي الودائع المصرفية في الولايات المتحدة، في الوقت الذي كانت تشكل فيه حجم الودائع تحت الطلب أهمية نسبية أكبر من حجم الودائع الزمنية والأدخارية من أجمالي الودائع المصرفية في عقد الستينيات من القرن الماضي، إذ بلغ حجم الودائع تحت الطلب (115.7) بليون دولار عام (1960) وبنسبة (63.2٪) من اجمالي الودائع، في حين بلغت هذه النسبة (19.2٪) عام (1990) وأستمرت هذه النسبة بالتناقص حتى بلغت (10.1٪) عام 2006، الأمر الذي يعكس بروز الأهمية النسبية للودائع الأدخارية والزمنية وزيادة ارتباطها بالسوق المالية، والذي بدوره يعكس تطور أهمية سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة.

أما النسبة (MS2) فقد ازدادت وبشكل مستمر طوال مدة الدراسة مما عكس بدوره تطور النشاط الأقتصادي الامريكي، إذ بلغ (7061.9) بليون دولار عام (2006) بعد ان كان (3290.8) بليون دولار عام 1990 وبمعدل نمو سنوي مركب بلغ (4.4٪)، وتعود هذه الزيادة نتيجة زيادة الودائع الأدخارية والزمنية خصوصاً بعد عام 1995، إذ زدادت اهمية الودائع الزمنية والأدخارية من اجمالي الودائع المصرفية، إذ بلغ حجمها (أشباه النقود) (5674.1) بليون دولار عام (2006) لتشكل نسبة (89.8٪) من اجمالي الودائع المصرفية، بعد أن كانت تشكل نسبة (80.7٪) منها عام 1990، في حين كانت تشكل (36.8٪) عام (1960)، في الوقت

ذاته ازدادت MS3 خلال مدة الدراسة، إذ تتضمن المضاف الى (MS2) ودائع المستثمرين الزمنية، و بلغ (10782.8) بليون دولار عام (2006) بعد أن كان (4164.0) بليون دولار عام (1990).

لقد كان النمو في الودائع المصرفية (الأدخارية والزمنية) يتجسد بشكل كبير في شهادات الإيداع المصرفي (Certificate Of Deposits) القابلة للتداول في السوق المالية وتحديداً في السوق النقدية منها، بالإضافة الى أذونات الخزانة والسندات الحكومية، وتعد هذه الادوات بمنزلة ودائع زمنية لايجوز استرداد قيمها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، ولكن السبيل الوحيد للتصرف بها جقبل ذلك التاريخ يتمثل في عرضها للبيع في سوق التداول الثانونية والتي تكون المصارف التجارية جزءً من هذه السوق، فزيادة اصول المصارف المتداولة في السوق المالية الذي من شانه ان يعكس كل تقوية الدور الذي تمارسه تلك المصارف في السوق المالية، ولقد انعكس هذا الى ارتفاع نسبة جكل من القيمة السوقية (Market value) وحجم التداول (Trading Value) الى (MS3)، الأمر الذي يعكس بوضوح مدى حجم التمويل الذي توفره سوق الاوراق المالية من جانب ومن جانب أخر تطور منزلة سيولة السوق المالية ضمن السيولة الكلية للأقتصاد الأمريكي، إذ اصبحت تلك السوق السبيل الوحيد الذي يلجأ اليه المستثمرون (المقترضون والمدخرون) لتمويل أوجه نشاطهم الاستثماري من خلال ما توفره السوق من سيولة وصار هناك تمويل تدريجي من الأقتراض من المصارف التجارية والمؤسسات المالية الاخرى نحو الأقتراض من السوق المالية بفعل زيادة السيولة التي توفرها السوق عن تلك التي توفرها المصارف التجارية والمؤسسات المالية، الى جانب ذلك فأن الأقتراض من تلك الاخيرة يتسم عادة بالتعقيد وذلك بسبب الشروط التي تضعها.

لقد جاءت الزيادة في عرض النقود منسجمة مع تطور النشاط الاقتصادي(*)

---

(*) أخذ اداء الأقتصاد الامريكي يتحسن مع تقدم سنوات التسعينيات ثم بعد أنهيار النظام الشيوعي في الأتحاد السوفيتي وأوربا الشرقية في أواخر الثمانينات، توسعت الفرص التجارية بصورة كبيرة، وأوجدت التطورات التكنولوجية مجموعة واسعة من المنتجات الالكترونية المتقدمة

المعبر عنه بالناتج المحلي الأجمالي (G.D.P)، الذي ارتفع ارتفاعاً مستمر طوال مدة الدراسة، إذ أرتفع من (5802.2) بليون دولار عام (1990) ليصل الى (13176.1) بليون دولار عام (2006)، الأمر الذي يعكس رغبة مجلس الأحتياطي الفدرالي في ضبط معدلات نمو (G.P.D) مع معدلات نمو عرض النقود، وذلك للمحافظة على الأستقرار النقدي والأسعار، إذ سجل الأقتصاد الأمريكي نمواً متواصل منذ عام (1990) وحتى عام (2001) وبعدها تراجعت معدلات النمو بفعل أحداث أيلول وانهيار مبنى التجارة العالمية فقد بلغ معدل التغيير السنوي للناتج خلال مدة الدراسة مسجلاً نسبة تغير سنوي مقدار 2.6٪، بالإضافة الى ذلك برزت قوى اقتصادية بدأت تسيطر على الأقتصاد العالمي متمثلة بالأقتصاد الياباني والأتحاد الاوربي، الأمر الذي دفع الامريكان للبحث عن وسائل جديدة من اجل اعادة هيمنة الأقتصاد الامريكي من جديد فكانت الحرب ضد افغانستان ومن ثم العراق لغرض السيطرة العسكرية ومن ثم الأقتصادية[1]، لذلك بدأ الأقتصاد الأمريكي ينمو من جديد بعد عام (2003) وبشكل مستمر حتى الآن، إذ بلغت نسبة التغيير السنوي للناتج أعلى مستوى له عام (2004) مسجلاً (6.9٪)، وتوافق ذلك مع انخفاض نسبة البطالة الى (4.5 – 4.1٪) من القوى العاملة خلال مدة الدراسة وهي ادنى نسبة تم تسجيلها خلال ما يقارب ثلاثين سنة، ثم ان اسعار السلع الأستهلاكية قد تأرجح ما بين (1.6 – 2.4٪) وهي اقل نسبة منذ عام (1964)، الأمر الذي ساهم في ارتفاع ارباح الشركات المساهمة ومن ثم ارتفاع اسعار الأسهم في السوق المالية والذي بدوره كان في صالح المستثمرين في سوق الأسهم، وتكشف الأحصاءات الواردة ايضاً ان نسبة كل من (MS2 و MS3) للناتج المحلي الاجمالي تكشف عن مدى

---

والجديدة، كما خلقت الابتكارات في حقلي الأتصالات وشبكات الكومبيوتر صناعة كبرى لأجهزة الكمبيوتر وبرامجه وأحدثت تغييرات جذرية في أساليب عمل العديد من الصناعات اسهمت جيعها في نمو الأقتصاد للمزيد ينظر:

- جورج كلاك، موجز الأقتصاد الأمريكي، مصدر سابق، 36.

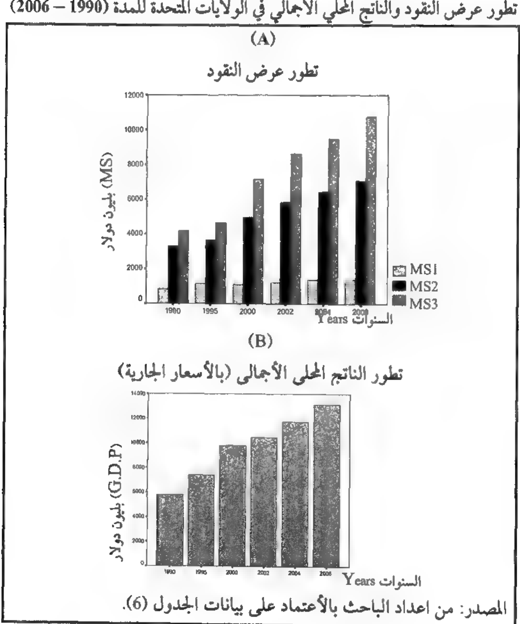
(1) للمزيد ينظر:

- مارينا أوتاواي، سياسة ادارة بوش في الشرق الأوسط أمام مأزق متعددة الأبعاد والمكونات، مجلة المستقبل العربي، العدد / 338، مركز دراسات الوحدة العربية، 2007، 37 – 38.

عمق السوق المالية في الولايات المتحدة، فقد بلغت نسبة MS2 للـ (G.D.P) (48.6٪) كحد أدنى و (56.6٪) كحد أقصى، في حين تشكل نسبة (MS3) للـ (G.D.P) (62.0٪) كحد أدنى و (82.4٪) كحد أقصى وهذا يعكس لجوء المستثمرين الى السوق المالي لتمويل نشاطاتهم المختلفة (مثلما سبقت الأشارة اليه)، ويوضح الشكل (35) تطور عرض النقود والناتج في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006).

**شكل (35)**

**تطور عرض النقود والناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)**




المصدر: من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (6).

جدول (6)

مؤشرات عرض النقود والناتج المحلي الاجمالي (بالاسعار الجارية)

في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | الناتج المحلي الاجمالي G.D.P | نسبة التغير السنوي % | MS1 | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P | MS2 | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | MS3 | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 5802.2 | - | 842.7 | - | 14.5 | 3290.8 | - | 567 | 4164.0 | - | 71.7 |
| 1995 | 7400.5 | 5.0 | 1152.1 | -1.8 | 15.5 | 3662.4 | 4.1 | 49.4 | 4647.5 | 6.1 | 62.7 |
| 2000 | 9824.6 | 5.9 | 1112.3 | -3.1 | 11.3 | 4959.7 | 6.1 | 50.4 | 7150.3 | 8.7 | 72.7 |
| 2002 | 10469.6 | 3.8 | 1245.0 | 3.4 | 11.8 | 5832.3 | 6.4 | 55.7 | 8633.5 | 7.0 | 82.4 |
| 2004 | 11734.3 | 6.9 | 1401.3 | 5.1 | 11.9 | 6456.7 | 5.6 | 55.0 | 9482.2 | 6.2 | 80.8 |
| 2006 | 13176.1 | 5.5 | 1387.6 | -0.6 | 10.5 | 7061.9 | 5.1 | 53.5 | 10782.8 | 5.6 | 81.8 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات مختارة من ملحق / 2

**2- مؤشر سعر الفائدة (Interest Rate Index)**

تشير البيانات الـواردة في الجـدول (7) الى تذبـذب اسـعار الفائـدة في الولايـات المتحدة الامريكية خلال مدة الدراسة، إذ انخفض سعر اعـادة الخصـم مـن (6.5٪) عـام (1990) الى (3.0٪) عام (1993) ثم عاود الارتفـاع التـدريجي الى ان وصـل الى (6.0٪) عام (2000)، وانخفض بشدة بعد أحداث ايلول عـام (2001) واصـلاً الى (1.25٪)، ثـم عاد الى الأرتفاع الى ان وصل الى (5.15٪) و (6.25٪) في عـامي (2005 و 2006) علـى التوالي، أن هذا التذبذب يتجلى واضحاً من قلق البنـك الاحتيـاطي مـن التضـخم وان التضخم وتوقعاته ستكون تحت المراقبة، ومن ثم فأن الخيار الوحيد لكبح حجم التضخم يكون من خلال سلاح سعر الفائدة، وحتى لا يصبح التضـخم مـارداً يـنهش في جسـد الأقتصاد، وقد انعكس هذا التذبذب في اسعار الفائدة على ارباح ونمـو الشـركات الـتي تعاني في الأصل من ارتفاع اسعار الطاقة واسعار المواد الأولية، في الوقت ذاته انخفضـت اسعار الفائدة على الودائع مـن (8.15٪) عـام (1990) الى (3.17٪) عـام (1993) والى (1.73٪ - 1.15٪ - 1.56 – 3.51٪ - 5.15٪) للاعـــــوام 2002، 2003، 2004، 2005، 2006 على التوالي بالمقارنـة مـع عـام (1990)، وقـد كـان الأنخفـاض في سـعر الفائـدة

الرسمي وما يرتبط به من اسعار الفائدة الاخرى قد حصل بسبب السياسات النقدية المتساهلة التي انتهجها البنك الأحتياط الأتحادي خلال عام (2001) في ضوء النتائج الأقتصادية التي أظهرت ضعفاً في الأداء الأقتصادي للولايات المتحدة والحاجة الى السيولة ليخفض بدوره من الآثار السلبية لأحداث ايلول، وقد انعكس هذا الانخفاض على العائد على السندات الحكومية، فقد تراجعت الفائدة على السندات الحكومية عقب قيام السلطات النقدية بخفض أسعار الفائدة الرسمية عدة مرات، إذ انخفض سعر الفائدة على السنوات متوسطة الأجل الى (4.08٪) عام (2001) بعد ان كان (8.25٪) عام (1990)، وسعر الفائدة على السنوات الطويلة الأجل الى (5.02٪) عام (2001) بعد أن كان (8.50٪) عام (1990)، وعلى الرغم من ذلك كانت اسعار الفائدة على السندات تفوق دائماً أسعار الودائع، وقد تجلى ذلك نتيجة التحول الكبير نحو السوق المالية للأستثمار في الأوراق الحكومية بدلاً من الأيداع في المصارف التجارية، وذلك لتباين العائد على السندات الطويلة والمتوسطة الاجل ومعدل الفائدة على الودائع المصرفية، والذي اخذ يصب لصالح العائد على السندات،بعد أن كان معدل الفائدة على الودائع المصرفية يفوق العائد على السندات الحكومية المتوسطة والطويلة الأجل في عقد الثمانينات من القرن الماضي، ولكن تلك العلاقة انقلبت في عقد التسعينات واستمرت لحد الأن ولكن بنسبة مختلفة، لزيادة التعامل بالأوراق المالية، فضلاً عن ذلك زيادة درجة الثقة في الأستثمار بالسندات الحكومية ذات المخاطرة المنخفضة، ومن ثم التحول التدريجي من الأستثمار في شكل ودائع مصرفية ذات فائدة منخفضة نسبياً الى استثمار في السندات الحكومية ذات الفائدة الأعلى والمخاطر الأقل وذلك من خلال السوق المالية[1].

---

(1)

- باسم عبد الهادي حسن، الأسواق المالية العالمية في الربع الأخير من عام 2001، دراسات اقتصادية، العدد / 14، بيت الحكمة بغداد، 2002، 18.
- مشهور الحارثي، تزايد التوقعات بأرتفاع الفائدة حتى 5.25٪ يهبط بالأسهم الامريكية، الجريدة الأقتصادية الألكترونية (فانيسا شال تايمز)، 2006، بلا.

أن سعر الفائدة على شهادات الأيداع وأذونات الخزانة الأمريكية والتي تعد من الودائع الزمنية التي خضعت هي الاخرى للتغييرات الناشئة في اسعار الفائدة المعلنة في الأسواق المالية المحلية والدولية وكذلك الرسمية منها، فيلاحظ ان سعر الفائدة على الاوراق التجارية واذونات الخزانة قد انخفضت استجابة للتغييرات الحاصلة في اسعار الفائدة على السندات الحكومية المتوسطة والقصيرة الاجل، إذ انخفض سعر الفائدة على الاوراق التجارية واذونة الخزانة من (8.06٪ ، 7.51٪) عام (1990) الى (1.69٪، 1.61٪) عام 2002 والى (5.03٪، 4.72٪) عام 2005 و 2006 على التوالي، في حين يرتبط سعر الفائدة بعرض القروض هو الأخر بسعر الفائدة على السندات المتوسطة والطويلة الأجل، فيلاحظ ان سعر الفائدة على القروض قد انخفض من (10.01٪) كحد أعلى عام (1990) الى (4.12٪) كحد أدنى عام (2003) خلال مدة الدراسة (جدول 7).

ومن خلال ما تقدم فأن هذا المؤشر يعكس اهمية كبيرة كونه يمثل اداة مهمة بيد المجلس الاحتياطي الفدرالي لمواجهة المشكلات التي تواجه الأقتصاد الامريكي، وخصوصاً وأن الأقتصاديات المتقدمة ومنها الولايات المتحدة تشهد اسواقها المالية نمواً متزايداً نحو استخدام اسعار الفائدة المتغيرة (Variable Interestraty) ولاسيما بعد التطورات النقدية التي تشهدها الولايات المتحدة وبالتحديد نظام سعر الصرف المعوم والتغيرات الشديدة في اسعار الفائدة الحقيقية، لذلك فقد اصبح التوجه نحو أسعار الفائدة المتغيرة بمنزلة حماية للمقترض والمقرض على حد سواء، وكذلك الوسيط المالي، وتزامن ذلك مع شمول اسعار الفائدة باستراتيجية التحرر المالي، إذ اصبح تحديدها يتم بحرية اوسع خصوصاً بعد ان الغى مجلس الاحتياطي الحدود القصوى والسقوف المحدودة لها، مما انعكس على زيادة درجة تأثير اسعار الفائدة في عمليات المؤسسات المالية وعمليات السوق المالي ايضاً، ومن جانب اخر كان لدخول المؤسسات المالية الاجنبية السوق المحلية وخروج المؤسسات المالية المحلية الى السوق الدولية أثر كبير في زيادة المنافسة فيما بينهما (حول تحديد اسعار الفائدة) ومن ثم زيادة درجة تأثير اسعار الفائدة الدولية في عمليات المؤسسات المالية وعمليات السوق المالي ايضاً (أثر الأندماج المالي والمصرفي)، الأمر الذي يعني زيادة درجة حساسية عمليات تلك المؤسسات للتغيرات

التي تنشأ في أسعار الفائدة المحلية والدولية على حد سواء[1]، ولعل الشكل (36) يوضح تطور اسعار الفائدة في الولايات المتحدة.

**شكل (36)**

**تطور اسعار الفائدة في الولايات المتحدة الامريكية للمدة (1990 – 2006)**

(A)



(B)



**المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (7).**

---

(1) للمزيد ينظر:

- روبرت جيه شبللد، ما الأخبار التي تحرك الأسواق، الجريدة الأقتصادية الالكترونية، مصدر سابق، بلا.

جدول (7)

تطور مؤشر اسعار الفائدة في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | سعر اعادة الخصم Discount Rate | سعر الفائدة على الودائع Deposits Rate | سعر الفائدة على القروض Lending Rate | سعر الفائدة على الأوراق التجارية Commercial Paper Rate | سعر الفائدة على اذونات الخزانة Treasured Bill Rate | سعر الفائدة على السندات المتوسطة Bond Rate Meda | سعر الفائدة على السندات طويلة الأجل Bond % Rate Long |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 6.50 | 8.15 | 10.01 | 8.06 | 7.51 | 8.25 | 8.55 |
| 1991 | 3.50 | 5.84 | 8.46 | 5.87 | 5.41 | 6.81 | 7.86 |
| 1992 | 3.00 | 3.68 | 6.25 | 3.75 | 3.46 | 3.51 | 7.01 |
| 1993 | 3.00 | 3.17 | 6.00 | 3.22 | 3.02 | 4.44 | 5.87 |
| 1994 | 4.75 | 4.63 | 7.14 | 4.66 | 4.27 | 6.26 | 7.08 |
| 1995 | 5.25 | 5.92 | 8.83 | 5.93 | 5.51 | 6.26 | 6.58 |
| 1996 | 5.00 | 5.39 | 8.27 | 5.41 | 5.02 | 5.99 | 6.44 |
| 1997 | 5.00 | 5.62 | 8.44 | 5.57 | 5.07 | 6.10 | 6.35 |
| 1998 | 4.50 | 5.47 | 8.35 | 5.34 | 4.82 | 5.14 | 5.26 |
| 1999 | 5.00 | 5.33 | 7.99 | 5.18 | 4.66 | 5.49 | 5.64 |
| 2000 | 6.00 | 6.46 | 9.23 | 6.31 | 5.84 | 6.22 | 6.03 |
| 2001 | 1.25 | 3.69 | 6.92 | 3.61 | 3.45 | 4.08 | 5.02 |
| 2002 | 1.75 | 1.73 | 4.68 | 1.69 | 1.61 | 3.10 | 4.61 |
| 2003 | 2.00 | 1.15 | 4.12 | 1.11 | 1.01 | 2.11 | 4.02 |
| 2004 | 3.15 | 1.56 | 4.34 | 1.49 | 1.38 | 2.78 | 4.27 |
| 2005 | 5.15 | 3.51 | 6.19 | 3.38 | 3.17 | 3.93 | 4.29 |
| 2006 | 6.25 | 5.15 | 7.96 | 5.03 | 4.72 | 4.77 | 4.79 |

Source: I.M.F, International, Monetary Fund, International Financial Statistics year books, 1995,2002, 2005, 2006,2007, page Numbers.

**مؤشر سعر صرف الدولار: Exchange Rate Index**

يعد الدولار الامريكي العملة الرئيسة الأولى في العالم ( The Major Key Currency) لأسباب عديدة منها أنه اكثر العملات استعمالاً في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية للتفوق الأقتصادي للولايات المتحدة، كذلك يعد الدولار

عملة الدفع في تجارة النفط الدولية، وعملة التدخل للمحافظة على اسعار العملات الاخرى، فضلاً على انه عملة قابلة للتحويل بحيث لاتفرض الدولة قيوداً على مدفوعاتها الخارجية أو على موجودات البلدان الاخرى من عملتها، هذا بالأضافة الى ان سوق نيويورك (السوق النقدية) تعد واحدة من اهم سوقين للعملات الاجنبية في العالم، على الرغم من ان تطور الاتصالات واجهزة المعلومات والتحويلات الالكترونية قد جعل الأسواق الوطنية الرئيسة الكبرى في العالم تشكل بمجملها سوقاً دولياً واحدة، إلا أن هذا التطور لاينفي بقاء بعض هذه الاسواق اكثر نشاطاً من غيرها، وان بعضها مازال يحتفظ ببعض الصفات الخاصة به والتي تميزه عن غيره، وهذا هو حال السوق النقدية في الولايات المتحدة[1].

وتشير البيانات الواردة في الجدول (8) الى تذبذب اسعار صرف الدولار أمام حقوق السحب الخاصة واليورو طوال مدة الدراسة (1990 – 2006)، إلا ان الأسواق النقدية شهدت قوة الدولار الامريكي مقابل الجنيه الاسترليني بدرجة اقل مقابل الين في الربع الاخير من عام 2001، ففي اليابان تراجع سعر صرف الين امام الدولار، كذلك تراجع سعر صرف اليورو في اوربا، إذ وصل عام (2002) الى (0.881) دولار، وكذلك تراجع سعر صرف الجنيه الاسترليني امام الدولار، وذلك بسبب انخفاض سعر الفائدة نتيجة التخوف من ان يتأثر اداء الأقتصاد البريطاني من تباطؤ نمو اجمالي الناتج المحلي.

ولقد رافق انتقال ميزان القوة الأقتصادية من هيمنة الولايات المتحدة الى مجموعة الكتل الأقتصادية مثل أوروبا واليابان وجنوب شرق اسيا منذ منتصف العقد الماضي من القرن الماضي رجوح ميزان القوة العسكرية بشدة في جانب الولايات المتحدة، إذ أدى التفوق العسكري والتكنولوجي الى ظهور عقيدة بوش على أثر احداث ايلول (2001)، فقد عوضت الولايات المتحدة عن فقدان هيمنتها الأقتصادية المطلقة بتأكيد هيمنتها العسكرية والسياسة باعلان الحرب على ما أسمته

(1) د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، العملات والمشتقات المالية بين (النظرية والتطبيق)، الطبعة الاولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2004، 192.

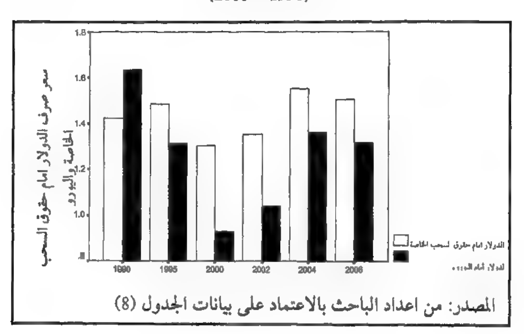
الأرهاب وعد كل من لايشاركها هذه الحرب عدواً لها خصوصاً بعد احتلال العراق وسيطرتها على ثاني اكبر احتياطي نفطي في العالم وتأكيداً على اهمية القوة المطلقة في الهيمنة الأقتصادية ونشر العقيدة الرأسمالية تحت مظلة العولمة في جميع انحاء العالم، لقد كان لهذه التطورات اثر سلبياً في مفهوم التعاون التجاري والمالي والنقدي الى الصعيد الدولي، ثم أن الولايات المتحدة لم تتوان عن ترك الدولار لينخفض بما يزيد عن (30٪) امام اليورو بهدف الحد من العجز في الميزات التجاري المزمن ورفع معدل النمو الأقتصادي فيها على حساب معدلات النمو في أوربا أو في العالم، علماً ان نجاح هذه السياسة أدى الى تحقيق وتاثر نمو أقتصادي في الولايات المتحدة اعلى مما في أوربا واليابان، مما نتج عن ذلك تحسن الشركات الامريكية وارتفاع اسهمها، والذي ادى بدوره الى استقطاب المدخرات من جميع أنحاء العالم الى اسواقها المالية وعودة الدولار الأمريكي الى الأرتفاع نتيجة لتزايد الطلب عليه لشراء الأصول الأمريكية، وهنا لابد من القول الى ان انخفاض الدولار بحد ذاته يحسن تلقائياً من نتائج الشركات المتعددة الجنسيات، إذ تزداد أرباحها بالدولار عند ترجمة ارباحها بالعملات الاجنبية الى الدولار، وهكذا يمكن ان يكون هبوط قيمة الدولار حافزاً خارجياً يعمل على موازنة الأمور، ومن ثم فأن ذلك لا يعني ان تكون نتائجه سلبية تماماً بالنسبة للأقتصاد الامريكي، ولكنه قد يعني انه لن يكون بمقدور الاقتصاد الامريكي مواصلة النمو كل ربع سنة بمعدل سنوي يصل الى (3٪ أو 4٪)، إذ يتوقف تطور هذا الأثر بالأضافة لذلك الى حد ما على التطورات التي تقع في بقية انحاء العالم، لذلك لاحظنا انه سعر صرف الدولار امام حقوق السحب الخاصة واليورو في حالة تذبذب طوال مدة الدراسة، إذ كانت السلطات النقدية في الولايات المتحدة لا تتوان في خفض سعر صرف الدولار عندما تلاحظ أن هناك تراجعاً في الأقتصاد[1]. والشكل (37) يوضح تطور سعر صرف الدولار.

---

(1) - كاترين. ل. مان، عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة هل يمكن احتماله، مجلة التمويل والتنمية، 2000، 42 – 43.

**شكل (37)**

**تطور مؤشر سعر صرف الدولار امام حقوق السحب الخاصة واليورو للمدة (1990 – 2006)**




المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (8)

---

- صمويل برتيال، مالذي يمكن ان يحدث إذا أنهار الدولار، الجريدة الاقتصادية الألكترونية، مصدر سابق، بلا.
- باسم عبد الهادي حسن، الأسواق المالية العالمية، مصدر سابق، 132.
- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، العملات الاجنبية والمشتقات المالية، مصدر سابق، 189 – 190.

**جدول (8)**

**تطور سعر صرف الدولار امام حقوق السحب الخاصة واليورو للمدة من (1990 – 2006)**

| السنوات | SDR Rate / US نهاية مدة | نسبة التغير السنوي | ECU / US حتى نهاية 1998 EURO / USD منذ عام 1999 | نسبة التغير السنوي |
|---|---|---|---|---|
| 1990 | 1.422 | - | 1.363 | - |
| 1991 | 1.430 | 0.008 | 1.340 | - 0.023 |
| 1992 | 1.375 | - 0.055 | 1.210 | -0.130 |
| 1993 | 1.373 | -0.002 | 1.120 | -0.050 |
| 1994 | 1.459 | 0.086 | 1.230 | 0.110 |
| 1995 | 1.486 | 0.027 | 1.314 | 0.840 |
| 1996 | 1.438 | -0.048 | 1.253 | -0.061 |
| 1997 | 1.349 | -0.089 | 1.104 | -0.145 |
| 1998 | 1.408 | 0.059 | 1.166 | 0.062 |
| 1999 | 1.372 | -0.036 | 1.004 | -0.162 |
| 2000 | 1.302 | -0.070 | 0.930 | -0.074 |
| 2001 | 1.256 | -0.046 | 0.881 | -0.049 |
| 2002 | 1.354 | 0.098 | 1.041 | 0.160 |
| 2003 | 1.486 | 0.132 | 1.263 | 0.222 |
| 2004 | 1.553 | 0.067 | 1.362 | 0.099 |
| 2005 | 1.429 | -0.124 | 1.179 | -0.183 |
| 2006 | 1.504 | 0.075 | 1.317 | 0.138 |

Source: I.M.F, International Monetary Fund, International Financial Statistics, year book, 1995, 2002, 2005, 2006,2007, page, Numbers, 2007.

**4- مؤشر التضخم: Inflation Index**

كما سبق القول أن مؤشر التضخم يمثل أهم مؤشرات السياسة النقدية، ويمكن من خلاله الأسترشاد في اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة الاسعار وسعر الصرف، ويكشف هذا المؤشر الذي يعبر عنه بالتغير النسبي في الرقم القياسي

لأسعار المستهلك عن خفضها معدلات التضخم واستعاد الأقتصاد الامريكي نشاطه، بعد أن كانت الولايات المتحدة تعيش مدة من النمو الأقتصادي المستمر، إذ بقي معدل التضخم السنوي أقل من 5٪ خلال المدة الممتدة من نهاية عقد الثمانينات وحتى الان (نهاية مدة الدراسة)، بعد ان كان الأقتصاد الامريكي يعاني من معدلات تضخم عالية بفعل الاضطرابات الأقتصادية التي وقعت خلال السبعينات من القرن الماضي، الأمر الذي دفع بالحكومة الامريكية الى توجيه اهتماماً اكبر نحو التضخم، ولذلك تحاول الولايات المتحدة ان تعيش بزمن تتميز بمزيج من النمو السنوي والبطالة المنخفضة والتضخم البطيء.

وتشير الأحصاءات الواردة الى تزايد الضغوط التضخمية في اواخر عقد الستينات التي اخذت تشير الى توتر في النظام المالي والنقدي في الولايات المتحدة وتضاعفت هذه الضغوط في عقد السبعينات مع الزيادة الحادة في معدلات التضخم، فبعد ان كان معدل التضخم يبلغ (2.6٪) عام (1965) إزداد ليبلغ (5.7٪) عام (1970) واستمر ليبلغ (11.2٪) عام (1975)، ويعود سبب ضعف اداء الحكومة في معالجة التضخم في جزء منه الى تركيزها بصورة أكبر على مكافحة الركود (زيادة معدلات البطالة) ولكن هذا الاداء تحسن بشكل ملحوظ ابتداء منذ عام (1979)، إذ بدأت لجنة صنع السياسات في الإحتياطي الفدرالي بتوجيه اهتمامها الى معالجة مشكلات التضخم من خلال اتباع السياسات التي من شانها ان تقلل من حدة هذا الأرتفاع، ولعل اجراءاتها في رفع اسعار الفائدة بحده عام (1994) كسبب لمعالجة التضخم كان جزء من هذه السياسة، وتظهر البيانات الواردة في الجدول (9) انخفاض معدلات التضخم من (5.4٪) عام (1990) الى (1.6٪) و (2.1٪) عامي (1998 و 1999) على التوالي، وبالرجوع الى بيانات الجدول (7) نلاحظ ان اسعار الفائدة في مستوياتها المختلفة كانت مرتفعة في بداية التسعينات ثم بدأت بالانخفاض ثم الارتفاع في نهاية التسعينات، مما يفسر سياسة البنك الاحتياطي الفدرالي باستخدام اسعار الفائدة لمعالجة معدلات التضخم المرتفعة وبالفعل أسهمت هذه السياسة في خفض معدلات التضخم ثم عاودت معدلات التضخم الأرتفاع خلال عامي (2000و 2001) لتصل الى (3.3٪، 2.8٪)

على التوالي، ولعل السبب في هذا الأرتفاع حالة التباطوء الأقتصادي التي عاشها الأقتصاد الامريكي خصوصاً بعد أحداث ايلول، مما دفعها الى خفض أسعار الفائدة وسعر الصرف في محاولة لتنشيط الاقتصاد الامريكي وجذب المدخرات الاجنبية، الأمر الذي اسهم في رفع معدلات التضخم لذلك يلاحظ ارتفاع معدلات التضخم في السنوات الاخيرة من الدراسة بالمقارنة بالأعوام 1998، 1999، 2002 لتبلغ (2.8٪ و 3.3٪ و 3.0٪) للاعوام (2004، 2005، 2006) على التوالي، ولعل هذا الأرتفاع في معدلات التضخم يعود لأسباب عدة منها[1]:

أ- عمل النمو الأقتصادي السريع خلال السنوات الاخيرة الماضية على ازالة القدرة الاحتياطية في الولايات المتحدة، الامر الذي ادى الى تقليص قدرة الاقتصاد على التوسع بالمنوال نفسه دون ارتفاع معدلات التضخم.

ب- هناك خطر لايستهان به من أن استمرار تصاعد اسعار الطاقة مما سيكون عنصراً ثابتاً في الأقتصاد العالمي.

ج- خلال السنوات الاخيرة كانت المؤشرات النقدية، بما في ذلك الاقتراض الشخصي تعطي خطوطاً حمراء توحي بالخطر الشديد، مما يدل على بذل كميات كبيرة من النقود اكثر من الحد الطبيعي وقد أضحت تتحرك داخل النظام.

د- هناك توقعات لدى عامة الناس يزداد قوة بأن معدلات التضخم سترتفع في المستقبل، الأمر الذي يجعل من المرجح أن تضخم اليوم سيؤدي الى المطالبة بزيادة الاجور في الغد.

---

(1)

- Matithias Doepke & Martin, Schneide, Inflation And the Redistribution Of the Nominal wealth, Op. cit, Page, 10- 11.

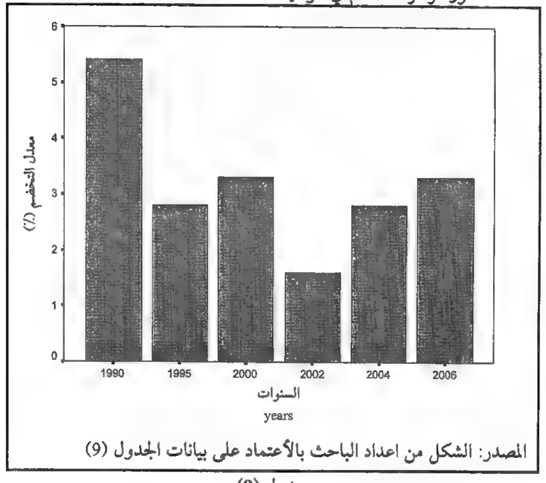
- كريس جايلز، التضخم يعيد الاقتصاد العالمي الى السبعينات، الجريدة الأقتصادية الالكترونية، مصدر سابق، بلا.

وفي ضوء ما تقدم فأن جميع القوى التي تدفع بأتجاه التضخم الى الاعلى في السنوات الأخيرة، يدفع لجنة صنع السياسات في الأحتياطي الفدرالي الى ان تقضي معظم أجتماعاتها لمناقشة معدلات التضخم وتوقعاته المستقبلية، فأسعار الفائدة المرتفعة لاتستطيع بمفردها تخفيض التضخم اليوم، وإنما لابد من وسيلة للمحافظة على استقرار الأسعار في المستقبل وخصوصاً الزيادة في اسعار الطاقة والسلع من ان تؤدي الى معدلات تضخم اعلى وبأستمرار وثبات، فلابد من موازنة وتعديل التوقعات طويلة الأمد للتضخم ويتطلب ذلك التزاماً قوياً بأستقرار الأسعار وبنهج منسق من استجابات السياسات للتطورات الناشئة[1]. والشكل (38) يوضح تطوير معدلات التضخم في الولايات المتحدة.

(1) كريشنا جوها، برنانكي يستعيد مصداقيته بثقة الأسواق في نهجة الشرس ضد التضخم، الجريدة الأقتصادي الألكترونية، مصدر سابق، بلا.

## شكل (38)

### تطور مؤشر التضخم في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (9)

## جدول (9)

### معدلات التضخم في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

| معامل الأستقرار النقدي ٪ | معدل التضخم ٪ | الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة أساس = 1995 | السنوات |
|---|---|---|---|
| - | 5.4 | 85.7 | 1990 |
| 0.9 | 4.3 | 89.4 | 1991 |
| 0.2 | 3.0 | 92.1 | 1992 |
| 0.2 | 3.0 | 94.8 | 1993 |
| 0.06 | 2.6 | 97.2 | 1994 |
| 0.9 | 2.8 | 100.0 | 1995 |
| 0.9 | 2.9 | 102.9 | 1996 |

| السنوات | الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة أساس = 1995 | معدل التضخم ٪ | معامل الأستقرار النقدي ٪ |
|---|---|---|---|
| 1997 | 105.3 | 2.3 | 0.9 |
| 1998 | 107.0 | 1.6 | 1.5 |
| 1999 | 109.3 | 2.1 | 1.0 |
| 2000 | 113.0 | 3.3 | 1.0 |
| 2001 | 116.2 | 2.8 | 4 |
| 2002 | 118.0 | 1.6 | 1.6 |
| 2003 | 120.6 | 2.2 | 1.0 |
| 2004 | 124.0 | 2.8 | 0.9 |
| 2005 | 128.1 | 3.3 | 0 |
| 2006 | 132.0 | 3.0 | 0.8 |

Source: I.M.F, International Monetary Fund, International Financial Statistics year books, 1995, 2002, 2005, 2006, page Numbers.

- هناك سلسلتين من الأرقام القياسية الاولى تبدأ من (1990 – 2002) بنسبة اساس (1995) والثانية بتداء من (1994 – 2006) بنسبة أساس (2000) ولغرض الحصول على سلسلة موحدة من (1990 – 2006) تم توحيدها نسبة اساس (1995) بأستخدام معادلة رياضية للمزيد ينظر:

د. ابراهيم علي ابراهيم عبد ربه، الاحصاء الوصفي، مصدر سابق، 418 – 420.

## المبحث الثاني: السياسات المالية في مصر والولايات المتحدة (1990– 2006)

### المطلب الاول: السياسة المالية في مصر للمدة (1990 – 2006)

واصلت السلطات المالية في مصر مسارها في سبيل الأصلاح بصورة اساسية على رفع مستوى الانضباط المالي، وفي هذا الأطار توجهت الجهود نحو المزيد من التنويع وتوسيع قاعدة الأيرادات العامة وترشيد الأنفاق وضبط وتحسين فعالية تخصيص الموارد العامة وتحسينها، إذ بذلت السلطة المالية هذه الجهود على أثر تزايد حالات العجز والمديونية في السنوات التي سبقت تنفيذ سياسات الأصلاح وهذا ما أكده صندوق النقد الدولي، إذ أكد على ضرورة خفض العجز الحكومي من خلال خفض عدد السلع الخاضعة للدعم من قبل الدولة، كذلك كان هناك اتفاق عام

على ان الخفض المتواصل للعجز يعد بمنزلة الخطوة الفاعلة لأزالة الاختلالات الهيكلية، لذا فقد اتجهت السلطة المالية نحو استخدام ادوات السياسة المالية المتاحة لمعالجة حالات العجز التي تعاني منها مصر شانها في ذلك شأن البلدان النامية[1].

ومن اجل اعطاء صورة واضحة عن السياسة المالية خلال مدة الدراسة لابد من معرفة اهم المؤشرات الرئيس لتلك السياسة والتي تستطيع الحكومة من خلالها تحقيق اهدافها والتأثير في النشاط الاقتصادي وكالاتي:

**اولاً: مؤشر السياسة الانفاقية: Expenditure Policy Index**

في اطار اجراءات الأصلاح المالي واصلت الحكومة المصرية اتباعها لسياسة مالية منضبطة هدفت الى التحكم في الأنفاق الحكومي وسعت الى المحافظة على الأستقرار المالي وعلى الرغم من التذبذب الملحوظ في الأنفاق العام خلال مدة الدراسة (1990 – 2006)، فأن المسار المذكور عموماً حافظ على زيادة متواصلة ومعتدلة وخالية من الثغرات مما يشير الى أن هناك توجهات نحو ضبط الانفاق تماشياً مع سياسة تقليص الدور الحكومي في الأقتصاد المصري مقابل تفعيل دور نشاط القطاع الخاص من خلال تنفيذ برامج الخصصة وعلى نطاق واسع الامر الذي اسهم في بيع الأصول الحكومية بكثافة للقطاع الخاص، وبالتالي تقليل الانفاق العام أو على الأقل ضبطه.

وتشير الأرقام الاجمالية الواردة في الجدول (10) وملحق (3) الى زيادة النفقات العامة (انعكاساً لجميع بنود الانفاق الجاري والرأسمالي)، إذ بلغت النفقات العامة من 30.3 و 39.3 و 57.2 مليار جنيه و بمعدل تغيير سنوي بلغ (29٪ و 47٪) للاعوام 1990 و 1991 و 1992 على التوالي، واصل الانفاق العام بالتزايد ولكن بمعدلات تغير سنوي معتدل ومنخفض مقارنة بالسنوات الأولى

---

(1) للمزيد ينظر:

- د. سالم توفيق النجفي، سياسات التثبيت والتكييف الهيكلي، الطبعة الاولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002، 120 – 122.

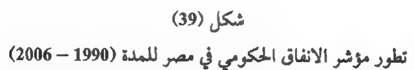
للدراسة، إذ انخفض معدل التغير من 10٪ الى 9.5٪ الى 5.4٪ الى 2.3 ٪ الى 5.0٪ للاعوام 1993 و 1994 و 1995 و 1996 و 1997 على التوالي، في حين انخفض اجمالي الانفاق العام الى 73.3 مليار جنيه عام 1998 مقارنة مع الأعوام السابقة وبنسبة تغير سنوي سالب بلغ 7.5٪، وفي الوقت ذاته انخفضت نسبة الانفاق العام للناتج المحلي الأجمالي من 41.5٪ عام 1992 لتصل الى 26.1٪ عام 1998 وهي ادنى نسبة خلال مدة الدراسة، الأمر الذي كان له أثر ايجابي في مستوى اجمالي النفقات العامة منسوباً الى (G.D.P) ولكن بعد عام 1998 بدأت النفقات بالزيادة لتزداد من 92 مليار جنيه عام 1999 لتصل الى 192.1 مليار جنيه عام 2006، وبنسب تغير سنوي معتدل فتأرجح ما بين 10 – 13٪ للسنوات الأخيرة من الدراسة.

ويظهر ان البيانات الواردة في جدول (10) وملحق (3) تدل على ان السياسة المالية الحكومية قد ركزت فيها على الأستمرار في ترشيد الانفاق العام، وذلك لتحقيق اعادة هيكلية النفقات العامة بأتجاه تحجيم الدعم الحكومي وتقليص متطلبات الادارة الحكومية الى جانب تحديد مسار الانفاق الرأسمالي بمشاريع البنى الأساسية، والذي بدوره يؤكد سعي الحكومة الى ضبط الانفاق في اطار تنفيذ برامج سياسات الاصلاح الاقتصادية، وكان لهذه السياسة الفضل في فتح السبيل امام السلطة النقدية لتخفيض الضغط الداخلي على سعر الصرف ولتطبيق سياسة نقدية أكفأ تستهدف ازالة الاختلالات الداخلية التي يعاني منها الأقتصاد الكلي[1]. ولعل الشكل (39) يوضح تطور النفقات العامة في مصر خلال مدة الدراسة.

---

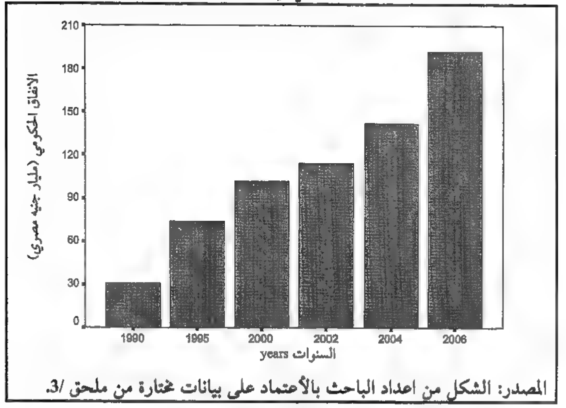
(1) للمزيد ينظر:

- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الأسكوا (دور الاستثمار والانفاق العام في النمو الأقتصادي)، الأسكوا، العدد /2، الامم المتحدة، نيويورك، 2005، 11 -12.



شكل (39)

تطور مؤشر الانفاق الحكومي في مصر للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات مختارة من ملحق /3.

ثانياً: مؤشر السياسة الضريبية Taxpdicy Index:

ضمن نطاق الاجراءات المتميزة من لدن الحكومة لتضيق عجز الموازنة وتنويع المصادر وتمويلها والعمل على تزايدها، الامر الذي دفع الحكومة المصرية الى التوسع في الحصيلة الأيرادية وتنويع مصادرها، إذ يكشف الملحق (3) والجدول (10) عن الأرتفاع الكبير في أقيام الأيرادات العامة بوصفه نتيجة طبيعة لأرتفاع اقيام الأيرادات الضريبية إذ أرتفعت الأيرادات الضريبية من 16 مليار جنيه عام 1990 لتصل الى 99.4 مليار جنيه عام 2006 وبالمقابل ارتفعت الايرادات العامة كنتيجة طبيعية لزيادة الأيرادات الضريبية من 24.8 مليار جنيه عام 1990 لتصل الى 155 مليار جنيه عام 2006 وبمعدل نمو سنوي مركب بلغ 11.37٪ علماً أن الضرائب عُدت من أهم ادوات التمويل للموازنة العامة ، إذ انها اسهمت بنحو

80٪ بالمتوسط في تغطية النفقات العامة خلال مدة الدراسة،كما انها مثلت ما يقارب 62٪ في المتوسط من اجمال الأيرادات العامة الأمر الذي يوضح اهمية الضرائب في الأقتصاد القومي المصري، ومثلما يظهر في الشكل (40).

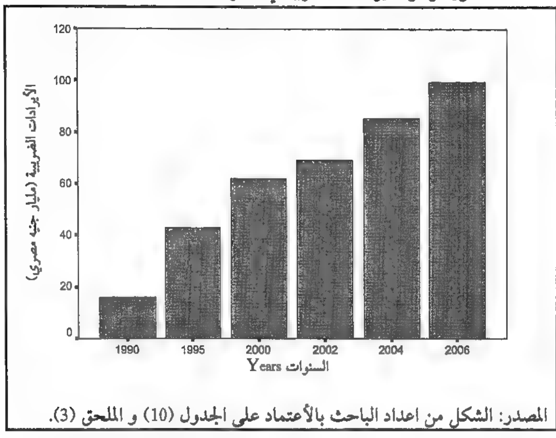
وكان للأجراءات التي اتخذتها الحكومة دور في تسارع حركة الأصلاحات الضريبة، وبالتالي تزايد مساهمتها في الأيرادات العامة إذ اتخذت الحكومة قبل الولوج الى الإصلاح المالي الشامل اجراءات عدة كان الهدف منها تطوير النظام الضريبي وتحديثه، فكان صدور القرار رقم (87) لسنة 1983 والذي يقضي بتعديل قانون الضريبة على الدخل وكذلك الضريبة على الأرباح الصناعية والتجارية، كماتم اصدار القانون رقم (7) لسنة 1986 الذي اعفى سندات التنمية الوطنية وعوائدها المصدرة بالدولار، كما وصدرت خلال مدة الدراسة وبالتحديد عام 1995 لائحة تنفيذية لقانون الضرائب على الدخل والضريبة الموحدة رقم 187 لسنة 1993، وفي عام 1996 صدرت قواعد تنفيذية متعلقة بضريبة الدفعة النسبية على الأوراق المالية، الى جانب ذلك اعداد الدراسات الخاصة بأصلاح ضريبة المبيعات والتحول نحو تطبيق نظام ضريبة القيمة المضافة، الأمر الذي انعكس في الحصلة النهائية في جميع هذه الأجراءات بأصلاح النظام الضريبي، إذ أرتكز بشكل واضح على اوعية ضريبة اكثر استقراراً من ناحية الحصيلة الإيرادية للضريبة وأكثر تنوعاً فهي تعبر عن توسع الحصيلة الأيرادية للضريبة وتوسع حجم الإيرادات العامة[1].

(1) للمزيد ينظر:

- د. اكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي، مصدر سابق، 96 – 97.
- صندوق النقد العربي، التقرير الأقتصادي، 2004، مصدر سابق، 102 – 110.

شكل (40)

تطور مؤشر الأيرادات الضريبية في مصر للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على الجدول (10) و الملحق (3).

**ثالثاً: مؤشر الدين المحلي الحكومي وسياسة العجز Public Domestic Index:**

يشمل الدين المستحق على الحكومة الرصيد القائم على الأذون والسندات الحكومية وصافي أرصدة حساباتها لدى الجهاز المصرفي ورصيد مديونيتها تجاه بنك الاستثمار القومي، وتشير البيانات الواردة في الجدول (10) وملحق (3) الى ارتفاع اجمالي رصيد الدين المحلي المستحق على الحكومة خلال سنوات الدراسة، إذ أرتفع اجمالي الرصيد من 60.9 مليار جنيه عام 1990 ليصل الى 387.7 مليار جنيه عام 2006، وبمتوسط معدل تغير بلغ 12٪، وجاءت هذه الزيادة نتيجة تغير السياسة التمويلية للحكومة المصرية بعد بدء تنفيذ برامج الأصلاح 1991 إذ لجأت مصر في ظل ذلك الى تمويل عجزها المالي بأنشاء سوق لسندات الخزانة ورفع الفوائد على تلك السندات الى مستويات تتناسب مع المعدلات العالمية، وتجدر الأشارة هنا الى

أن عملية تمويل عجز الموازنة العامة في مصر تمت بموجب أجراء مزادات لأذونات الخزانة العامة وقد شاركت في ذلك المصارف والأفراد وأستمرت الحكومة في ضوء ذلك بتمويل الجزء الأكبر من عجز الموازنة بأصدار سندات الخزانة الى جانب الأقتراض الخارجي ولكن في اضيق الحدود (الأمر الذي يفسر أنخفاض المديونية الخارجية لمصر)، فضلاً عن ذلك فأن الزيادة المتتالية في اجمالي الدين الحكومي خلال مدة الدراسة وخصوصاً في السنوات الاخيرة جاء محصلة لأرتفاع كل من الرصيد المصدر من السندات والاذون على الخزانة ومديونية الحكومة ازاء بنك الاستثمار القومي، وتحسين المركز الدائن لصافي أرصده حسابات الحكومة لدى الجهاز المصرفي[1]. ويظهر الشكل الأتي تطور الدين المحلي الحكومي.

وهنا لابد من الأشارة الى تراجع حالة عجز الموازنة في مصر خلال السنوات الأولى من الدراسة وظهور فوائض مالية في الأعوام 1994، 1995، إلا أن العجز الحكومي عاود الزيادة خلال الأعوام التالية مسجلاً اعلى قيمة له عام 2006 بلغت 36.7 مليار جنيه وأدنى قيمة له عام 1999 بلغت 222 مليون جنيه (ملحق 3)، وقد تم الأعتماد في تمويل هذا العجز على مصادر التمويل للعملية المصرفية وغير المصرفية والتي أمكن من خلالها تغطية العجز بالكامل واجراء العديد من التسديدات المحلية والخارجية.

وفي ضوء ما تقدم فأن مؤشرات السياسة المالية في مصر تدل على ان الانفاق العام والإيرادات العامة (الأيرادات الضريبية) واجمالي الدين المحلي المستحق على

---

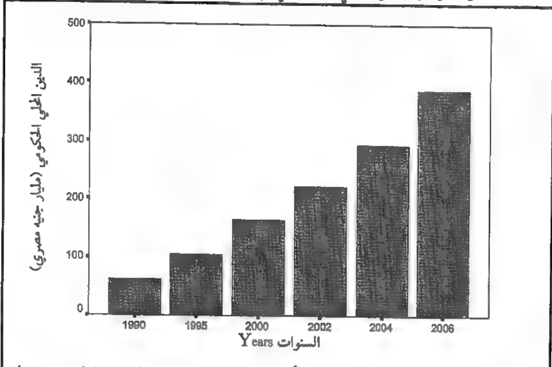
(1) للمزيد ينظر:

- اللجنة الأقتصادية والأجتماعية لغربي اسيا، مسح التطورات الأقتصادية والأجتماعية، الأسكوا، الامم المتحدة، 2004/ 2005، 14.
- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الأسكوا ( الديون والأستثمار والنمو الأقتصادي المحفز ذاتياً في منطقة اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا)، الأسكوا، الأمم المتحدة، 2005، 11 – 12.
- محمد يسر برنية، تطوير اسواق الأوراق المالية الحكومية مصدر سابق، 21- 28.

الحكومة وحتى العجز الحكومي كانت تنمو بشكل منضبط الأمر الذي يؤكد رغبة السلطة المالية ورغبتها في ضبط السياسة المالية وإزالة الاختلالات وذلك لتحقيق اهدافها والمتمثلة بخفض العجز في الموازنة والتحكم بالانفاق الأستثماري الحكومي مع زيادة ايرادات الحكومة من الضرائب عن طريق الأصلاح الضريبي.

**شكل (41)**

**تطور مؤشر الدين المحلي الحكومي في مصر للمدة (1990 – 2006)**




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات ملحق (3) و جدول (10).

جدول (10)

مؤشرات السياسة المالية في مصر للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | الانفاق العام | نسبة % الى G.D.P | الايرادات العامة | نسبة الى % G.D.P | الايرادات الضريبية | النسبة للايرادات العامة % | العجز الحكومي | اجمالي الدين المحلي | نسبة G.D.P % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 30357.0 | 31.5 | 24863.0 | 25.8 | 16091.0 | 64.7 | -5494.0 | 60949.2 | 63.4 |
| 1995 | 73882.0 | 36.0 | 75710.0 | 36.9 | 43108.0 | 54.3 | 1828.0 | 105000.0 | 51.2 |
| 2000 | 101834.0 | 29.9 | 97673.0 | 28.7 | 62120.0 | 63.6 | -4161.0 | 164563.0 | 48.3 |
| 2002 | 113764.0 | 30.0 | 104042.0 | 27.4 | 69083.8 | 66.4 | -9722.0 | 211201.0 | 58.3 |
| 2004 | 141949.0 | 29.0 | 130202.0 | 26.6 | 85412.5 | 65.6 | -11747.0 | 292700.0 | 63.3 |
| 2006 | 192100.0 | 24.0 | 155400.0 | 27.5 | 99456.0 | 64 | -36700.0 | 387700.0 | 68.8 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات مختارة من ملحق (3).

المطلب الثاني: السياسة المالية في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

استخدمت الولايات المتحدة الامريكية السياسة المالية لأول مرة عندما كانت البلاد تعاني من الكساد الأقتصادي الكبير في ثلاثينات القرن الماضي، كذلك من أجل دعم برامجها الحكومية ومساندة اتباعها من سياسات اجتماعية تهدف الى تعزيز النشاط الأقتصاي العام وتحقيق الأستقرار، وتأثر صانعي القرارات السياسية أنذاك باراء الأقتصادي الانكليزي جون ميناركينز، وحين وجدوا فيها السبيل الوحيد لتخلص من الكساد (السبب الرئيس لمعدلات البطالة المرتفعة)، ويخضع وضع السياسة المالية الى عملية معقدة، إذ يقوم الرئيس الأمريكي في كل سنة بأقتراح مشروع أو خطة الموازنة على الكونغرس، فيقوم المشرعون بدورهم بدراسة اقتراحات الرئيس من خلال خطوات عدة، ثم يقرر بعد ذلك المستوى الأجمالي للانفاق والضرائب، ومن ثم يوزعون المبلغ الاجمالي على ابواب منفصلة عدة، كذلك يدرس الكونغرس القوانين والأعتمادات الانفرادية التي تحدد كيفية انفاق المال ضمن كل باب بالتفصيل، وتحتاج تلك القوانين توقيع رئيس الجمهورية لتصبح نافذة المفعول وتستغرق عملية تحضير الموازنة في الولايات المتحدة هذه دورة كاملة من جلسات الكونغرس[1].

ولايوجد اليوم في الاقتصاد الصناعي مجال واحد من مجالات الحياة الاقتصادية لم تلمسه الحكومة، وبما أن الولايات المتحدة من بلدان الأقتصاد

(1) للمزيد ينظر: بول . أ. ساموبلسون وأخرون، الأقتصاد، مصدر سابق، 310 – 311.

الصناعي، فأن للحكومة دور كبير في جميع مجالات الحياة ويمكنها من خلال ذلك استخدامها أدوات السياسة المالية، وهنا نميز بين ثلاث أدوات رئيسة تستخدمها الحكومة للتأثير في النشاط الأقتصادي وهي:

**أولاً: مؤشر السياسة الأنفاقية: Expenditure Policy Index**

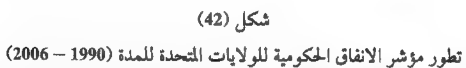
طوال أكثر من قرن من الزمان واصل الدخل القومي والأنتاج الأرتفاع في جميع الأقتصاديات الصناعية ومنها الولايات المتحدة، وفي الوقت نفسه ارتفعت نفقات الحكومة وخلال كل فترة طوارئ (ركود – حرب – مشاكل اجتماعية – فقر – تلوث) كانت أنشطة الحكومة تتوسع وتتوسع معها النفقات الحكومية، وبعد مرور الازمة لم تكن النفقات لتعود الى مستوياتها السابقة قبل الازمة، ويشير التاريخ الأقتصادي الامريكي الى ان نمو حجم الحكومة وسيطرتها بدأ من الثلاثينات من القرن الماضي مع زيادة مطردة في الانفاق الحكومة طوال تلك الحقبة، ففي عام (1930) شكلت نسبة الانفاق للناتج المحلي الاجمالي هو حوالي (3.3٪) لتتصاعد هذه النسبة في السنوات التي تلت عام (1930) لتبني صانعي القرارات اراء كينز لمواجهة مشكلة الكساد التي واجهتهم، وارتفعت هذه النسبة لتصل الى (44٪) في اوج الحرب العالمية الثانية وبالتحديد عام (1944) إذ أجبر المجهود الحربي الحكومة على أستهلاك نصف ناتجها لتعاود الهبوط الى (11.6٪) عام (1948) ولكن هذه النسبة عاودت الأرتفاع عام (1983) لتصل الى (24٪) قبل هبوطها مجدداً نوعاً ما لتصل الى 22.2٪ عام (1990)[1].

وطوال مدة الدراسة (1990 – 2006) ازدادت النفقات العامة زيادة مطردة، إذ ازدادت من (1288.1) بليون دولار عام (1990) لتصل الى (2693.9) بليون دولار عام (2006) وبمعدل نمو سنوي مركب بلغ (4.3٪)، وتأرجحت نسبة الانفاق للناتج مابين (18٪ - 22٪) كحد ادنى وأقصى (أنظر جدول (11) / ملحق (4) ولعل سبب انخفاض نسبة الانفاق للناتج خلال سنوات الدراسة يعود الى

(1) جورج كلاك، موجز الأقتصاد الامريكي، مصدر سابق، 84.

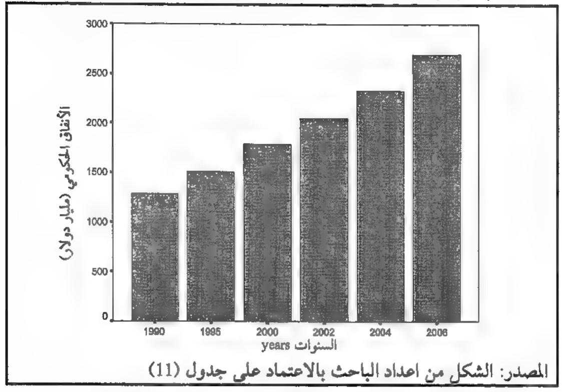
ضعف اهتمام صانعي القرار بخلاف الذين سبقوهم بأستخدام السياسة المالية لتحقيق اهداف اقتصادية واسعة وركزوا على تعديلات اضيق الى السياسة الأقتصادية تهدف الى تعزيز اطراف الأقتصاد بالإضافة الى أن الحكومة لم تعد بحاجة كبيرة لأجراءات من شانها تنشط النمو الأقتصادي، وذلك بسبب التوسع في فرص التجارة الدولية ونجاح التكنولوجيا في انتاج كثير من السلع الجديدة، ولكن بوصول فورة المواليد الى سن التقاعد واستحقاق مرتبات التقاعد من نظام الضمان الأجتماعي، علاوة على المنافع من برنامج العناية الصحيحة، والحرب التي خاضها الأمريكان ضد أفغانستان والعراق تطلبت زيادة النفقات الحكومية لذا نلاحظها قد أرتفعت في السنوات الاخيرة من الدراسة لتبلغ (2326.4 و 2515.4 و 2693.9) بليون دولار للاعوام (2004 و 2005 و 2006) على التوالي، وإزدادت نسبة الأنفاق الى الناتج من (19.8٪ و 20.1٪ و 20.3٪) للأعوام نفسها على التوالي.

وكانت الزيادات التي تظهر في جانب النفقات العامة تعكس تبني الرئيس الامريكي المنتخب برامج حكومية تتفق مع برامج حزبه الانتخابية، بالإضافة الى اهتمام صانعي القرار السياسي بالسياسة المالية وأمكانية استخدامها لتحقيق أهداف اقتصادية وسياسية واجتماعية منسجمة مع السياسة الداخلية والخارجية للولايات المتحدة، وفي اغلب الاحيان كان التوسع في النفقات الحكومية يولد ردود فعل واسعة فعلى سبيل المثال ادخل نظام الضمان الاجتماعي لأول مرة في الولايات المتحدة عام 1938 وقد واجه معارضة كبيرة على أساس أنه علامة تشويه في الاقتصاد الامريكي ولكنه الأن من السمات الدائمة على الساحة الامريكية، وكذلك ادخل الرئيس ليندون جونسون نظام الرعاية الطبية مطلع الستينيات. قد هاجه الجميع بشدة ولكنه بعد مرور الوقت تطورت المواقف السياسية اتجاهه، وهكذا فأن ما مرفوض في حقبة ما يصبح مقبولاً، ويمكننا تتبع تطور النفقات العامة من خلال الشكل (42):



شكل (42)

تطور مؤشر الانفاق الحكومية للولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول (11)

**ثانياً: مؤشر الأيرادات العامة والسياسة الضريبية: Public Revenues Policy Index**

تحصل الولايات المتحدة على معظم ايراداتها من الضرائب العامة، إذ تشكل ضريبة الدخل التي تجبى من الأفراد المصدر الرئيس للأيرادات الحكومية الفدرالية لتغطية نفقاتها التي تشكل (48٪) من أجمالي الأيرادات، اضافة الى ذلك ازدادت اهمية الضرائب المفروضة على الرواتب التي تستخدمها لتمويل برنامجي الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية الفدرالي، إذ بلغت نسبة الضرائب على الرواتب حوالي ثلثي اجمالي الأيرادات الفدرالية في حين يفرض على أصحاب الاعمال والعمال دفع (8٪) من الرواتب، كذلك تحصل الحكومة الفدرالية على (15٪) من الاملاك أضافة الى ايراداتها من ضريبة ارباح الشركات، بينما تأتي باقي الأيرادات من ضرائب أخرى متنوعة كالضرائب على المبيعات والانتاج والمهن الحرة، فضلاً عن أن العديد من الولايات الامريكية تفرض ضريبة التركات، وبعض الولايات

مثل ولاية نيفادا ونيوجرسي تفرض ضريبة على ماكينات البيع الآلية ورهانات السباق او تسمح بالمقامرة عن طريق اليانصيب، وتجبى معظم الولايات ضريبة استخدام الطرق الخارجية، لذلك أرتأينا الأشارة الى اجمالي الايرادات العامة في تحليلنا، طالما ان الأيرادات الضريبية تشكل النسبة الاكبر فيها[1].

لقد عاشت الولايات المتحدة طوال القرن الماضي نمواً مطرداً في حجم حكومتها وفي الأهداف المنوطة بها، فقد تولت الحكومة الفدرالية الكثير من المسؤوليات الجديدة، فتعهدت ببناء السدود ووضع اللوائح التنظيمية لمنشات الطاقة وساندت برامج دعم الدخل وسنت الضمان وطبعت كابونات الطعام، الأمر الذي دفع المحافظين الى التذمر من هذه السياسة في نهاية السبعينات، معتقدين أن الولايات المتحدة اخذة في التحول نحو الأقتصاد الموجه، إلا أنه بداية الثمانينات وبالتحديد عام (1980) حين انتخب الرئيس رونال ريغان رئيساً للولايات المتحدة أعتقد وبشدة ان المبادرة الفردية والأسواق غير المقيدة هي القادرة على اعطاء افضل النتائج الممكنة، الأمر الذي دفعه الى خفض الضرائب المعرقلة للحوافز والحد من زيادة النفقات والقيود التنظيمية، وهذا ما دفع ريغان خلال تلك الفترة الى تبني سياسة أقتصاديي جانب العرض، فكانت هناك سلسلة من التغيرات المهمة في نظام الضرائب الفدرالية في ظل ادارة ريغان تمثلت في تشريعات خفض قانون الأصلاح الضريبي لعامي (1986)، ثم تماشياً مع فلسفة اقتصاديي جانب العرض خفض قانون الأصلاح الضريبي الضرائب المفروضة على الدخل والأعمال بقدر كبير، علاوة على تخفيض والغاء الكثير من الاعفاءات الضريبية، إلا أن التأثير الاجمالي لقانون الأصلاح الضريبي لعام 1986 كان محايداً فيما يتعلق بأيرادات الحكومة، أي انه لم يؤد الى رفع أو تخفيض الأيرادات الحكومية على الرغم من تنامي العجز الحكومي، وهذا التعادل قد تم تحقيقه من خلال رفع الضرائب على الشركات المساهمة وخفض الضرائب على الأفراد بنفس المقدر نفسه، لقد شعر كثير من صانعي القرارات ان خفض الضرائب قد تجاوز الحد، الامر الذي دفع باتجاه قلب ثورة الثمانينات المالية وبالتحديد عام (1995) عندما وافق الرئيس والكونغرس

(1) جورج كلاك، موجز الأقتصاد الأمريكي، مصدر سابق، 85.

على خفض العجز المتعاظم في الميزانية عن طريق زيادة الضرائب وخلال تلك المدة تم رفع معدل الضرائب الحدية من (28٪ - 31٪)، كذلك تراجع الرئيس كلينون (1993 – 2001) عن تغيرات الثمانينات أكثر من ذلك، فدعى الى تخفيض نفقات الدفاع وزيادة الضرائب على الاغنياء وزيادة الحد الاعلى لمعدل الضريبة الحدية ومنح الفقراء اعتمادات ضريبية[1].

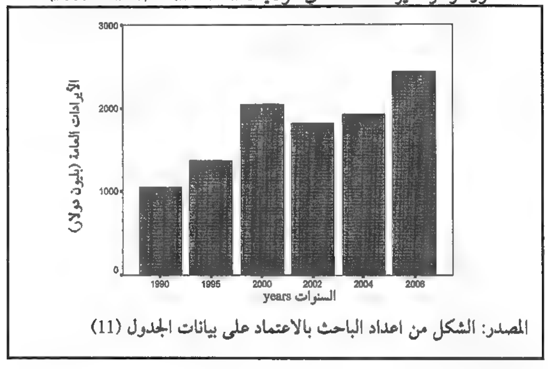
ويشير الجدول (11) و ملحق (4) الى زيادة الأيرادات العامة للحكومة من (1052.1) بليون دولار عام (1990) الى (2042.7) بليون دولار عام (2000)، وبمعدل تغير سنوي يتأرجح ما بين (0.7٪) كحد أدنى و (10٪) كحد اعلى خلال المدة المحصورة ما بين (1990 – 2000)، وكان لتبني الرئيس الامريكي جورج بوش وكلنتون سياسة خفض عجز الموازنة من خلال زيادة الضرائب وخفض الأنفاق كان سبباً في نمو الأيرادات العامة، وفي النهاية قادت تلك الاجراءات الى عودة تسجيل الموازنة فائض عام (1998) بمقدار (54.4) بليون دولار وأستمر حتى عام (2001) ، والذي قاد بدوره الى المطالبة من جديد بتخفيض الضرائب بالإضافة الى زيادة الانفاق العام، ولكن هذا الحماس تم تلطيفه عندما تبين ان هناك تحديات رئيسة تواجه الموازنة تمثلت بأحداث أيلول عام (2001)، بالإضافة الى وصول جيل فوره المواليد واستحقاق الرواتب التقاعدية والمنافع من برنامج العناية الصحية (الذي سبقت الأشارة اليه)، الأمر الذي دفع لحو تخفيض النسبة القصوى لضريبة الأرباح على الرساميل على أعتبار ان تخفيضاً كهذا من شانه زيادة واقع الأدخار والأستثمار، كما ان الحرب ضد افغانستان و العراق دفعت بأتجاه زيادة النفقات العسكرية، مع سعي الحكومة للتاثير على الأقتصاد من خلال تبنيها برامج في مجال التعليم والصحة والتدريب المهني ... الخ، وفي النهاية نتج عن هذه السياسات انخفاض الأيرادات العامة وظهور العجز مجدداً، إذ انخفضت الأيرادات من (1995.3 الى 1814.4 الى 1795.1) بليون دولار للاعوام (2001 و 2002 و 2003) على التوالي، لتعاود الارتفاع خلال الأعوام الاخيرة من الدراسة ولتصل الى (2431.3) بليون دولار عام (2006)، ولعل السبب في ذلك الارتفاع خلال

(1) بول. أ. ساموبلون وأخرون، الأقتصاد، مصدر سابق، 340 – 341.

السنوات الأخيرة يعود الى رفع معدلات الضريبة ورغبة الحكومة في ضغط الاوضاع المالية العامة، خصوصاً في ظل تزايد اعداد المسنين ومواجهة النفقات العسكرية المتزايدة التي تسعى حكومة بوش الى تمويلها في حربها ضد الأرهاب ولفرض سيطرتها العسكرية ومن ثم الأقتصادية على جميع بلدان العالم، والشكل (43) يشير الى تطور مؤشر الايرادات العامة في الولايات المتحدة.

شكل (43)

تطور مؤشر الأيرادات العامة في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (11)

**ثالثاً: مؤشر الدين المحلي الحكومي وسياسة العجز:**

**Public Domestic Dept Index**

أصبح عجز الموازنة في الولايات المتحدة أمراً معروفاً وشائعاً وكذلك في عدد من البلدان الصناعية المتقدمة والنامية الاخرى في السنوات الاخيرة[1]. وعندما

---

(1) للمزيد ينظر:

يسود عجز الموازنة في سنة معينة، فأن السلطات الحكومية لاتجبي أيرادات كافية من الضرائب والمصادر الاخرى لتغطية النفقات السنوية، ولعل تفسير اسباب العجز في الموازنة الأتحادية يتطلب تحليلاً سياسياً وقرارات رئاسية وموافقة الكونغرس، ففي حالات كثيرة يستخدم عجز الموازنة لتمويل نفقات الحكومية الاستثنائية التي تصاحب الحروب عادة. كذلك الآثار البالغة الاهمية التي تتركها سياسة العجز المالي في الأقتصاد في النظامين المالي والنقدي خاصة، إذ تعد من ابرز السياسات المالية التي تستخدمها السلطة المالية لأستعادة التوازن الاقتصادي ورفع معدل النمو الأقتصادي، لذلك أصبحت هذه السياسة تستخدم في الولايات المتحدة بشكل فعال وببراعة فائقة في حل الأزمات والأضطرابات الأقتصادية وصار هذا العجز صفة لازمة لأقتصاد الولايات المتحدة.

ويمكن الاستعانة بالجدول (11) وملحق (4) للكشف عن مدى تطور عجز الموازنة في اقتصاد الولايات المتحدة، فقد شهدت الموازنة انخفاضاً في نسبة العجز الى الناتج المحلي الاجمالي (G.D.P)، إذ بلغ (0.02٪) عام (1997) مقارنة بنسبة (4.0٪) عام 1990، وبلغ مقدار العجز (2.4) بليون دولار عام (1997) بعد أن بلغ 236.0 بليون دولار عام (1990)، ومنذ أواخر الثمانينات أصبح تخفيض عجز الموازنة الفدرالية الهدف الرئيس للسياسة المالية خصوصاً بعد ان بدأ من الظاهر في ذلك الحين انه لاحاجة كبيرة لأن تقوم الحكومة بأجراءات لتنشيط النمو الأقتصادي وذلك بسبب التوسع في فرص التجارة الدولية ونجاح التكنولوجيا في انتاج الكثير من السلع الجديدة، ومن ثم فأن تخفيض العجز هذا سيقود الى تخفيض الأقتراض الحكومي ومن ثم الفوائد المرتبة عليه، والذي بدوره يسهل حصول قطاع الاعمال على الرساميل لتمويل التوسع، وفي النهاية عادت الموازنة لتسجيل فائض وذلك في عام (1998)، الامر الذي قاد الى المطالبة بتخفيض الضرائب من جديد واستمر الفائض حتى عام (2001)، إذ بلغ مقدار الفائض (54.4، 156.4، 246.6، 92.4)

=

- د. غازي عبد الرزاق النقاش، المالية العامة (تحليل أسس الاقتصاديات المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2001، 245 – 249.

بليون دولار بعد عام (2001) ليصل الى (262) بليون دولار عام (2006)، ولعل تحديات القرن الجديد، هي السبب في تزايد مقدار عجز الموازنة.

وتعكس عملية اصدار السندات الحكومية زيادة حجم الدين العام الكلي (Public Dept)، إذ أن هذه العملية تمثل اقتراض الحكومة من الأفراد أو الجهاز المصرفي (أو من كليهما) بواسطة هذه السندات، لذلك يلاحظ وجود علاقة طردية بين عملية الأصدار وتطور حجم الدين العام لأقتصاد الولايات المتحدة، فقد اخذ حجم الدين العام يتطور بشكل كبير خلال عقد التسعينات من القرن الماضي وبداية القرن العشرين مقارنة بعقد الثمانينات من القرن نفسه، وازداد حجم الدين الحكومي العام من (2565.0) بليون دولار عام (1990) ليصل الى (4833.8) بليون دولار عام (2006)، وتتأرجح نسبة الدين العام للناتج الأجمالي خلال مدة الدراسة ما بين (33.6٪ و 50.3٪) كحد ادنى وحد أقصى (أنظر ملحق 4)، لذلك يكشف لنا التحليل السابق عن وجود علاقة قوية بين سياسة العجز والعملية التمويلية من خلال اصدار الاوراق المالية الحكومية، التي تعكس ازدياد حجم الدين العام مع زيادة العجز المالي وبالعكس بعبارة اخرى ان عملية اصدار الأوراق المالية الحكومية تسير مع اتجاه العجز المالي ويعزى سبب ذلك الى ان عملية الأصدار هذه اخذت تعد السبيل الأمثل لتمويل العجز المالي ولاسيما في أقتصاد الولايات المتحدة والشكل (44) يوضح تطور مؤشر كل من عجز الموازنة وحجم الدين العام في الولايات المتحدة.

## شكل (44)



تطور مؤشر عجز الموازنة وحجم الدين العام للولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

(A)

### تطور مؤشر عجز الموازنة

نسبة الأنفاق والأيراد العام للناتج المحلي الأجمالي (٪)

23
22
21
20
19
18
17
16

العجز
الفائض
العجز
ايرادات عامة

1990 1995 2000 2002 2004 2006

السنوات Years

(B)

### تطور الدين العام

حجم الدين الكلي (بليون دولار)

5000
4500
4000
3500
3000
2500
2000
1500
1000
500
0

1990 1995 2000 2002 2004 2005

السنوات Years

المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (11)

جدول (11)

مؤشرات السياسة المالية في الولايات المتحدة (1990 – 2006) بليون دولار

| السنوات | النفقات العامة | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | الايرادات العامة | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | العجز او الفائض | الدين الكلي المحلي المستحق | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 1288.1 | - | 22.2 | 1052.1 | - | 18.1 | -236.0 | 2565.0 | - | 44.2 |
| 1995 | 1513.1 | 3.5 | 20.4 | 1367.2 | 7.0 | 18.4 | -146.2 | 3698.7 | 4.1 | 50.0 |
| 2000 | 1788.1 | 5.0 | 18.2 | 2042.7 | 10.0 | 20.7 | 254.6 | 3413.2 | -8.0 | 34.7 |
| 2002 | 2044.9 | 7.4 | 19.5 | 1814.4 | -9.0 | 17.3 | -230.5 | 3647.9 | 7.4 | 34.9 |
| 2004 | 2326.4 | 6.1 | 19.8 | 1926.2 | 7.3 | 16.4 | -400.2 | 4382.6 | 8.4 | 37.3 |
| 2006 | 2693.9 | 7.0 | 20.3 | 2431.3 | 10.6 | 18.3 | -262.6 | 4833.8 | 2.7 | 36.6 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات مختارة من (الملحق4)

## المبحث الثالث: مؤشرات اداء سوقي مصر ونيويورك

### المطلب الأول: سوق مصر للاوراق المالية (C&A.S.e) ومؤشرات ادائه (1990 – 2006):

#### أولاً: نشأة سوق مصر وتطورها:

يشير التاريخ الاقتصادي الى أن بورصة الأوراق المالية في مصر(*) من اقدم البورصات على المستوى العالمي، بعد أن تكونت أولى الشركات المساهمة المصرية عام 1750 وبدأت التفكير في مزاولة نشاط البورصة ولكن لم يكن هناك مكان مخصص لذلك، فكان رجال الأعمال يجتمعون في المقاهي والطرقات لبيع الأسهم

(*) تتكون سوق مصر للاوراق المالية من بورصتين هما: بورصة القاهرة التي بدأت نشاطها عام 1893 و انشأت بصورة رسمية 1903، وبورصة الأسكندرية التي بدات نشاطها عام 1802 و أنشأت رسمياً بعد بورصة القاهرة، ولقد انضوى السوقان تحت اسم الهيأة العامة لسوق المال في مصر في الربع الاخير من القرن العشرين، للمزيد ينظر:

- د. سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الأقتصادي، مصدر سابق، 331.

وشرائها بشكل غير رسمي، وابتدأ من عام 1883 الى عام 1898 قامت عدة محاولات لأنشاء سوق لبيع وشراء الاوراق المالية إذ اجتمع عدد من السماسرة والتجار وبأستأجار مبنى لهم يقع خلف حديقة الأزبكية وبذلك كانت أول بورصة في القاهرة وكان ذلك بالتحديد عام 1890 ولكن نشاطها كان قليلاً وغير منظم مما ادى الى اغلاقها[1].

وأستمرت هذه المحاولات لأنشاء سوق منظمة لبيع الاوراق المالية وشرائها، ففي عام 1898 كانت محاولة أخرى لأنشاء سوق منظمة وأختير أحد الفنادق لذلك الغرض، إلا أنه هو الأخر كان نشاطه قليلاً وضعيفاً ولكن تزايد النشاط الاقتصادي في مصر في الربع الاخير من القرن التاسع عشر وبعد ان بلغ عدد الشركات التي يتم التعامل بأسهمها بما يقرب من 79 شركة يشكل رأسمالها 29 مليون جنيه، الأمر الذي استوجب ايجاد سوق للأوراق المالية، مما دفع ذلك بتدخل المشرع وأقيمت أول بورصة رسمية عام 1903 في القاهرة بعدها تم أنشاء بورصة الأسكندرية عندما أصدرت الحكومة المصرية انذاك اول لائحة رسمية لتنظيم عمليات التداول في البورصة بعد ان اتسع نشاطها وازدادت ارباح الأستثمار بالاوراق المالية.

ويمكن استخلاص مراحل تطور سوق مصر للاوراق المالية بمراحل عدة تبعاً لأرتباطها بالفلسفة الاقتصادية السائدة والتي تباينت ما بين الحرية الاقتصادية والتخطيط الأقتصادي الشامل وحتى استقر الوضع الراهن على اقتصاد السوق في ظل الأصلاحات الاقتصادية التي اتبعتها الحكومة المصرية ولعل هذه المراحل هي:

---

(1) د. عبد الغفار حنفي، و ده. رسمية قرياقص، اسواق المال وتمويل المشروعات، مصدر سابق، 67.

المرحلة الاولى (1883 – 1958):

شهدت هذه الحقبة انشاء بورصتي القاهرة والأسكندرية على التوالي، وعلى الرغم مما بدأته هذه السوق من انخفاض في نشاط التداول في هذه المرحلة بسبب القانون الخاص بتحديد نسب توزيع الأرباح لحملة الأسهم، مما أدى الى الهبوط المتتالي في القيمة السوقية ثم الى وضع حد أدنى للأسعار ودخول الحكومة في بعض الاحيان مشترية لغرض حماية سوق الاوراق المالية من الانهيار خصوصاً مع بداية الحرب العالمية الأولى والثانية 1914، 1939 والتي شهدت فيها نشاط اسواق مصر للأوراق المالية ركوداً حاداً استمر طوال سنوات الحرب نتيجة الظروف التي فرضتها الحرب وتراكم ديون الشركات ومن ثم تعدد حالات الأفلاس والخسائر، إلا أن هناك بعض مدد الأنتعاش التي تخللت هذه المرحلة بدأت مع صدور القوانين الخاصة بالبورصة والتي من شانها أن تنظم عمليات التداول ففي عام 1907 صدرت لائحة رسمية تنظم عملية التداول أدخلت حيز التنفيذ في عام 1910 في بورصة القاهرة و 1913 في بورصة الأسكندرية أسهمت في انتعاش نشاط السوقين وفي عام 1933 صدر المرسوم الملكي الذي يمثل لائحة جديدة للبورصات المصرية تنظم عمليات التداول شهدت بعدها السوق المالي المصرية نشاطاً ملحوظاً الى حد أنها صنفت كخامس نشاط بورصة في العالم، ومنذ منتصف الخمسينات ونتيجة للتطور الأقتصادي الكبير الذي شهده الأقتصاد المصري تم تطوير لائحة البورصات المصرية اخذت على عاتقها مسؤولية جذب المدخرات المحلية والأجنبية للنهوض بالخطط التنموية، اذ ساهم بدوره في انعاش السوق المالي، وخصوصاً بعد صدور القانون رقم 161 لسنة 1957 والذي بموجبه اكتسبت البورصات المصرية شخصيتها الأعتبارية وتحملت بموجبها مسؤولية رئيسة في تمويل المشروعات الأستثمارية الخاصة بالتنمية الأقتصادية، إذ بلغ عدد الشركات المساهمة في السوق المالي مع نهاية تلك المرحلة 925 شركة اتصفت حركة تداولها بالنشاط، فضلاً عن ارتفاع اسعار الاوراق المالية، وهكذا فأن هذه المرحلة شهدت حالات من الركود الحاد

يتابها حالات من الانتعاش أسهمت فيها الحكومة من خلال اصدارها للأنظمة واللوائحة المنظمة لبورصة مصر للاوراق المالية[1].

المرحلة الثانية (1958 – 1973):

وتمثل حقبة الخمسينات والستينات وتتميز بكثرة صدور القوانين والقرارات الأشتراكية، التي ادت بدورها الى تغييرات جذرية في الأقتصاد المصري وانعكست سلباً على سوق المال إذ واجهت صعوبات وعقبات جمة، علماً ان تلك السوق أصيبت بشكل تام وبخاصة بعد صدور القانون 116 لسنة 1961 الخاص بتعطيل العمل ببورصتي القاهرة والاسكندرية لمدة شهرين، إذ هبط حجم التعامل من 66.7 مليون جنيه عام 1958 الى 38 مليون جنيه عام 1961 واستمر هذا التدهور حتى وصل الى 2.8 مليون جنيه عام 1968، ثم أن عدد الشركات انخفض هو الأخر ليصل الى 30 شركة عام 1968 بعد أن كان 925 عام 1958 وبالنظر الى هذه الأرقام فأنه يمكننا أن نتصور مدى الاعصار الذي أصاب سوق الاوراق المالية وتدهور نشاطه وقف العمل بها، إذ لم تعد السوق المالية المصدر الأساسي لمد المشروعات والهيئات بأحتياجاتهم من الموارد المالية ومن ثم ادى هذا الوضع الى لجوء كثير من الأفراد الى التخلي عن ما في حوزتهم من أوراق مالية بأول سعر خوفاً من الخسارة المحتملة وقد انعكس ذلك في التدهور المستمر في اسعار هذه الاوراق ومن ثم اهتزاز الثقة في هذا النوع من الاستثمارات[2].

(1)

- خليل الهندي وأنطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، مصدر سابق، 248.
- بشير هادي الطائي، قياس الاداء التنموي للأسواق المالية العربية (1994- 2004) اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة البصرة، 2006، 77.

(2) د. سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الأقتصادي، مصدر سابق، 332.

المرحلة الثالثة (1974 — / مرحلة سياسة الانفتاح الأقتصادي:

بدأت منذ أوائل السبعينات ويطلق عليها حقبة الانفتاح الأقتصادي إذ اعتمدت على حرية حركة رؤوس الأموال العربية والاجنبية، وقد ساعد على هذا الأنفتاح صدور مجموعة من القوانين والقرارات التي تهدف الى تنمية سوق المال المصري كالقانون رقم 43 لسنة 1973 وتعديلاته وقانون الضريبة على الدخل رقم 57 لسنة 1981 وقانون الشركات رقم 159 لسنة 1981 وقانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986، كذلك شهدت هذه المرحلة انشاء هيأة السوق المالي المصري وصدور القانون رقم 146 لسنة 1988 بهدف تنظيم الشركات التي تعمل في مجال تلقي الأموال، وفي عام 1992 صدر قانون رقم (95) الخاص بتطوير سوق المال والذي يعد نقطة تحول مهمة إذ سمح بأنشاء صناديق الاستثمار واقامة شركات متخصصة في الاوراق المالية وشركات المقاصة وقد استمرت الجهود المبذولة لتطوير الاداء وتنشيط المعاملات في سوق الاوراق المالية حتى عام 2005، 2006 وذلك من خلال صدور العديد من القوانين التي تسهم في تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية من ناحية الترويج لجذب المزيد من المستثمرين سواء على المستوى المحلي او الخارجي إذ ساهمت تلك الأجراءات على تطوير العمل في البورصة، فقد بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة للسنة المالية 2005/ 2006 (656 ، 603) شركة على التوالي الأمر الذي يعكس مدى الأنتعاش الذي شهدته البورصة المصرية بالمقارنة مع المرحلة السابقة، إذ أن مسألة تطوير الأسواق المالية تمثل محوراً اساسياً من محاور برامج الأصلاح التي جاءت متماشية مع الأصلاحات الأقتصادية التي تبنتها الحكومة، الى جانب ذلك شهد جانب الأصلاح استكمالاً للبنية الأساسية لسوق الأوراق المالية استخدام نظام التداول الألي وتشير المعلومات الى حركة التداول وعلى نحو منظم وعلى اساس يومي عن ربط البورصة المصرية مع كبرى شركات الأتصال في العالم كذلك تم انتظام سوق مصر الى قاعدة معلومات الأسواق المالية العربية، وقد أدخل النظام

الالـي (الألكترونـي) لأول مـرة في البورصـات المصـرية عـام 1993 ولجميـع مراحل عمليات التداول[1].

**ثانياً: أساليب بناء مؤشرات اداء سوق مصر الاوراق المالية:**

هناك العديد من المؤشرات المستخدمة في تتبع حركة سوق المال المصري منهـا مـا هي مؤشرات رسمية (تصدرها الهيأة العامة لسـوق المـال المصـري) ولعـل مـن ابرزهـا المؤشر العام لسوق المال، ومؤشرات القطاعات التمويلية، مؤشرات البنوك .. الخ، ومنها ما هي مؤشرات تصدر عن جهات ومؤسسات مالية واقتصادية مثل الاهرام الاقتصادي ومؤشرات المجموعة الماليـة المصـرية (هيرميس) ومؤشـرات العـالم اليـوم ... الخ، ومـن احدث وابرز مؤشرات البورصة المصرية مؤشر بورصة القاهرة والاسكندرية CASE/50 (Cairo and Alexandrio Stock Exchange) ويتضمن هـذا المؤشـر أفضـل 50 شـركة تتداول اسهمها في البورصة من حيـث السـيولة، ويعتمـد هـذا المؤشـر علـى مؤشـرين أحدهما للسعر والأخرى للعائد الاجمـالي، إذ يقـيس مؤشـر CASE / 50 العائـد علـى الأستثمار من خلال الزيادة والنقص في القيمة السوقية للاسـهم أي مـن خـلال الزيـادة والانخفاض في رأسمال قيمة الأسهم، أما مؤشر العائـد الاجمـالي CASE / 50 ( Total Return Index) فيقيس العائد على الاسـتثمار الـذي يأخـذ في اعتبـاره كـل مـن عائـد التوزيعات والعائد أو الخسارة الرأسمالية ومن ثم فأن المستثمر سـتكون لديـه مؤشـرات تمكنه من تقييم الاداء الرأسمالي والعائد من اعادة الأستثمار في الأسهم، ويحسب مؤشر CASE بأستخدام فكرة الترجيح للقيمة الرأسمالية للسوق (التي سبقت الأشارة اليها في الفصل الثاني)، فضلاً عن ذلك فان هناك مجموعة من القواعد والاجراءات الـتي تسـهم في بناء هذا المؤشر هي[2]:

---

(1)

- خليل الهندي، وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والاسواق المالية، مصدر سابق، 249.
- البنك المركزي المصري، المجلة الأقتصادية / 2006، مصدر سابق، 24 – 28.

(2) د. محمد صالح الحناوي و د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، مصدر سابق، 267 – 268.

1- يرتكز هذا المؤشر على درجة سيولة الورقة المالية وليس على ربحيتها، ومن ثم يمكن ان يتضمن هذا المؤشر بعض الأوراق المالية التي تحقق حالياً خسارة وقد يكون ذلك مفيداً في السوق الناشئة التي مازالت فيها الأوراق المالية بحاجة الى مدة زمنية طويلة نسبياً لكي تحقق ارباحاً.

2- يتجنب هذا المؤشر التركيز على قطاع صناعي واحد، ومن ثم فأنه تم اختيار الأسهم التي بدأ بها المؤشر تمثل تمثيلاً جيداً للقطاعات الأقتصادية المختلفة في الأقتصاد المصري.

3- في ظل مؤشر CASE / 50 سيتم الترجيح بأستخدام القيمة الرأسمالية الكاملة للشركة (فقط بالنسبة الى الأسهم المسجلة) ولايقوم المؤشر بتعديل هذه القيمة لغرض التعويم (Floating) أو التقييد (Holding) لقيمة المؤشر.

4- الشركات التي تشهر افلاسها أو التي تندمج مع شركات اخرى أو الشركات التي يتم السيطرة عليها من شركات اخرى يتم حذفها من المؤشر.

5- الشركات التي يتضمنها المؤشر يجب ان تكون اسهمها مدفوعة بالكامل.

6- الأسهم المكونة للمؤشر يجب ان تكون بالجنيه المصري في حين ان الاسهم المصدرة بعملات اجنبية يمكن ادراجها في مؤشر (CASE 50 International).

7- يتكون مؤشر CASE / 50 من الأسهم العادية فقط ولايتضمن اسهم ممتازة أو سندات أو أوراق مالية قابلة للتحويل.

ثالثاً: تحليل مؤشرات اداء سوق مصر للأوراق المالية:

من أجل الوقوف على تطور اداء سوق الاوراق المالية لابد لنا ان نتتبع مؤشرات أداء السوق والتي تتضمن المؤشرات الاتية:

**1- المؤشر العام لأسعار الأسهم: (Case Local Index):**

يعبر هذا المؤشر عن المستوى العام لاسعار اسهم الشركات المحلية المدرجة في سوق مصر للاوراق المالية مرجحاً بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيه، إذ يكتسب هذا المؤشر أهمية لمختلف المتعاملين في السوق طالما يستطيع المستثمر

ومن خلال متابعة هذا المؤشر من تحديد الفرص الاستثمارية داخل السوق فضلاً عن المقارنة بين كفاءة الأسواق المالية ويتم من خلال هذا المؤشر وكذلك التعرف على نشاط السوق من خلال مقارنته بالسنوات السابقة.

وتظهر البيانات الواردة في جدول (12) أن المؤشر العام لاسعار الأسهم في سوق مصر للأوراق المالية كان ذا اتجاه تصاعدي طوال مدة الدراسة الممتدة من (1990 – 2006) إذ استمر هذا المؤشر بالأرتفاع خلال مدة الدراسة حتى وصل الى 2380.8 نقطة عام 2006 بعد أن كان لايتجاوز 149 نقطة عام 1994 الأمر الذي يعكس الأتجاه الصعودي، على الرغم من تراجع هذا المؤشر في عدد من سنوات الدراسة، إذ انخفض بنسبة 10.5٪ عام 1995 ليبلغ 213 نقطة مقابل 238 نقطة عام 1994، كذلك انخفض بنسبة 2.1٪ عام 2001 ليبلغ 613 نقطة مقابل 626 نقطة عام 2000، في حين أظهر المؤشر تزايداً ملحوظاً في السنوات الاخيرة ليسجل ارتفاعاً بلغت نسبته 26٪ و 52٪ و 83.3٪ للاعوام 2003 و 2004 و 2005 على التوالي وليبلغ 803.1 و 1221.1 و 2238.1 نقطة على التوالي واستمر المؤشر بالأرتفاع في السنة الأخيرة ولكن بمعدل اقل بالمقارنة مع الاعوام الاخيرة بلغت نسبته 6.3٪ ليبلغ 2380.8 نقطة، ولقد جاء هذا التصاعد نتيجة تواصل الجهود الرامية الى تطوير التشريعات والقوانين والانظمة التي تحكم عملها، واعتماد نهج الخصخصة وتحويل ملكية هذه السوق تدريجياً الى القطاع الخاص، فضلاً عن مساهمة الأصلاحات الاقتصادية التي اتبعتها الحكومة المصرية في تعزيز ملموس للنشاط التجاري والأقتصادي، مما أثر بشكل ايجابي في اداء الشركات المدرجة في اسواق الأسهم وتعزيز فرص جذب الأستثمار الأجنبي الى تلك الأسواق[1]. ويوضح الشكل (45) تطور المؤشر المحلي لسوق مصر للأوراق المالية.

---

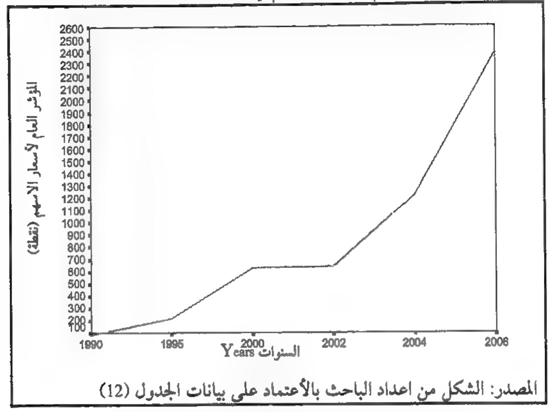
(1)

– صندوق النقد العربي، التقرير الأقتصادي 2006، مصدر سابق، 134.

- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات اسواق الاوراق المالية العربية، العدد /49، 2007، 45.

شكل (45)

تطور المؤشر العام لأسعار الاسهم في مصر للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد علي بيانات الجدول (12)

## 2- مؤشر القيمة السوقية Market Capitalization Index:

يركز معظم المحللين الأقتصاديين على أن معدل رسملة السوق (القيمة السوقية) ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتعبئة رؤوس الاموال وتنويع المخاطر، ومن ثم يعكس هذا المؤشر مستوى النشاط، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبر السوق) سواء من حيث زيادة عدد الاسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الاسعار او في كليهما معاً، ومن ثم يعكس أرتفاع النشاط الاقتصادي[1].

(1) للمزيد ينظر:

- اللجنة الاقتصادية والأجتماعية لغربي أسيا، الاتجاهات الاقتصادية وآثارها في منطقة الأسكوا، الأسكوا، العدد 2، الامم المتحدة، نيويورك، 2005، 28 – 29.

وتشير البيانات الواردة في الجدول (12) الى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية ارتفاعاً كبيراً خلال مدة الدراسة اذ بلغ اجمالي القيمة السوقية 534.8 مليار جنيه عام 2006 بعد أن كان 5.071 مليار جنيه عام 1990 وعلى الرغم من انخفاض هذه القيمة عام 2001 لتبلغ 111.3 مليار جنيه مقارنة بعام 2000 والبالغة 119.8 مليار جنيه إلا أن مؤشر القيمة السوقية واصل الارتفاع وخصوصاً في السنوات الاخيرة من الدراسة وبنسب تغيير سنوي بلغت أعلى نسبة لها 95٪ عام 2005 وادنى نسبة لها 7٪ عام 2001 في الوقت الذي شغلت قيمتها السوقية مكانة توازي الناتج المحلي الاجمالي تقريباً، إذ بلغت نسبتها للناتج 85٪ و 94٪ خلال السنتين الاخيرتين، الأمر الذي يعني ارتفاع مستوى نشاط السوق المالية في مصر، وخصوصاً في السنوات الأخيرة من الدراسة، ويمكن أرجاع ذلك التطور الى ادخال الاصلاحات السياسة الاقتصادية واستجابة السوق لبرنامج الخصصة الحكومية السريع، ومن ثم زيادة اهتمام المؤسسات الاجنبية بالسوق المصري والاداء الافضل للشركات والذي انعكس في زيادة الارباح، الامر الذي أدى بدوره الى ارتفاع اسعار اسهم الشركات ومن ثم ارتفاع كبير في القيمة السوقية[1]. ويمكن توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية من خلال الشكل (46):

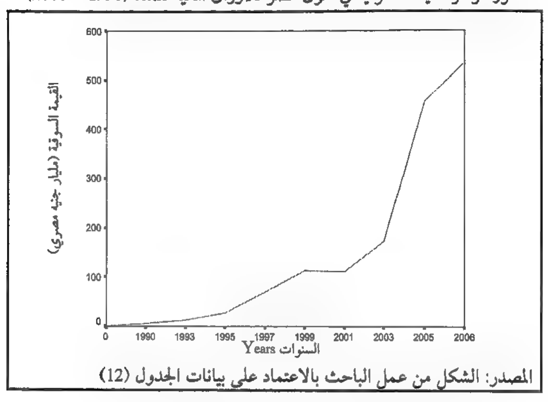
---

(1) للمزيد ينظر:

- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي، 2004، مصدر سابق، 137.

شكل (46)

تطور مؤشر القيمة السوقية في سوق مصر للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من عمل الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول (12)

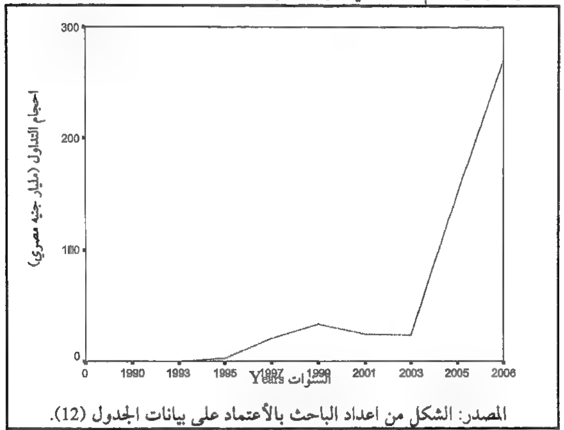
**3- مؤشر حجم التداول Trading Volume Index:**

يعكس هذا المؤشر حجم التداول الفعلي للاسهم المكتتب بها في السوق بالإضافة الى ذلك أنه يعبر عن سيولة السوق المالية، ومن ثم السيولة في الأقتصاد ككل، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق إذ يلاحظ من الجدول (12) ان حجم التداول (قيمة الاسهم المتداولة) قد أرتفاع هو الأخر مدة الدراسة ليصل الى 271111.1 مليون جنيه عام 2006 بعد أن كان يبلغ 206.2 مليون جنيه عام 1990 عاكساً التطور في حجم التداول ولقد كان التطور الكبير الذي لم يسبق له مثيل في تاريخ سوق الاوراق المالية المصري قد حصل في قيمة الأسهم المتداولة في السوق خلال عامي 1994 و 2005، إذ بلغت قيمة الأسهم المتداولة 1.2 مليار جنيه عام 1994 بعد أن كانت لا تتجاوز 274.9 مليون جنيه عام 1993 وبنسبة تغير سنوي بلغت 343٪ في حين بلغت قيمة الأسهم

المتداولة 150.8 مليار جنيه عام 2005 بعد أن كانت لاتتجاوز 36.1 مليار جنيه عـام 2004 وبنسبة تغير سنوي بلغت 317.6٪ (على الرغم من الزيادة المضـطردة خـلال الاعوام 1997 – 2004)، ويعزى هـذا التطـور الكـبير الى ارتفـاع القيمـة السـوقية وقيمة الأسهم المتداولة، فضلاً عن دور السياسة الأقتصادية للحكومة المصرية، التي ساعدت على تطوير السوق المالي المصرية لتصبح جاذبـة لـرؤوس الامـوال المحليـة والاجنبية، ومن ثم تحفيز الاستثمار ي المشروعات طويلـة الاجـل، ويمكـن التعـبير عن التطور الحاصل في حجم التداول بالشكل (47).

**شكل (47)**

**تطور مؤشر حجم التداول في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990 – 2006)**



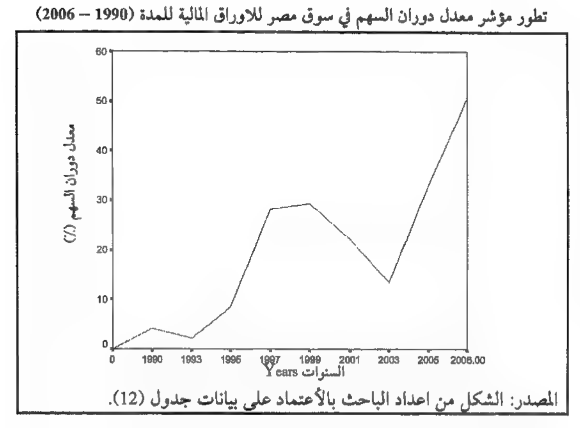

المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (12).

4- مؤشر معدل دواران السهم (٪) Turnover Ratio Index:

يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في أغلب الدراسات المالية، ويشير الى سيولة السوق المالية ايضاً، وكذلك يشير الى مستوى تكاليف أتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الاسهم المتداولة (احجام التداول) الى القيمة السوقية، فأذا ما أرتفعت قيمة الاسهم المتداولة بمعدلات اكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر وليشير بدوره الى ارتفاع درجة السيولة للسوق المالية، ولذلك فأن معدل دوران الاسهم يعتمد على اقيام حجم التداول والقيمة السوقية ويلاحظ من الجدول (12) أن هذا المؤشر ارتفعت نسبته خلال مدة الدراسة (1990 – 2006) كنتيجة طبيعية طالما انه يعتمد على اقيام حجم التداول والقيمة السوقية والتي كانت في تصاعد طوال مدة الدراسة، إذ بلغت نسبة معدل دوران السهم 50.6٪ عام 2006 بعد أن كانت 4.06٪ عام 1990 وعلى الرغم من التذبذب الشديد في معدلات دوران السهم حيث يصعب معه تحديد الأتجاه العام له، إلا أنه يمكن القول بان اتجاهه كان تصاعدياً خلال المدة المدروسة، فقد سجل اعلى معدل دوران للسهم خلال عامي 2005 و 2006 بلغ فيه 33٪ و 50٪ على التوالي وادنى معدل له عام 1993 إذ بلغ 2.1٪ ويوضح الشكل (48) التذبذب الحاصل في مؤشر معدل دوران السهم في سوق مصر للاوراق المالية:

شكل (48)

تطور مؤشر معدل دوران السهم في سوق مصر للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006)



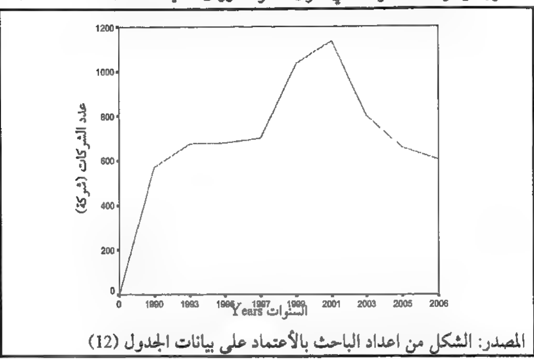

المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات جدول (12).

5- مؤشر عدد الشركات Number Of Companies Index:

ارتفع عدد الشركات المحلية المدرجة في سوق الاوراق المالية المصرية خلال مدة الدراسة ليبلغ 603 شركة عام 2006 بعد أن كان لا يتجاوز 573 عام 1990 (جدول 12) إلا أن هذا المؤشر عانى بعض التذبذبات خلال سنوات الدراسة ما بين مرتفع مرة و منخفض مرة اخرى، وتشير البيانات الواردة في جدول (12) الى ان اعلى رقم وصلت اليه اعداد الشركات كان عام 2001، إذ بلغ 1136 شركة مقارنة بادنى عدد له وهو 573 عام 1990، ويعد ذلك محصلة لقيد شركات جديدة وشطب الشركات التي لم تلتزم بشروط ومعايير القيد بالبورصة، وعلى الرغم من انخفاض عدد الشركات المقيدة، إلا ان القيمة السوقية لأسهمها ظلت مرتفعة بأستمرار، الأمر الذي يعكس انتعاش سوق التداول، ويمكن التعرف بشكل واضح على اتجاه مؤشر عدد الشركات من خلال الشكل (49):

## شكل (49)

## تطور مؤشر عدد الشركات في سوق مصر للأوراق المالية للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (12)

## جدول (12)

## مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006)

| السنوات | المؤشر العام للأسعار | نسبة التغير السنوي % | القيمة السوقية مليون جنيه | النسبة لـ G.P.D % | نسبة التغير السنوي % | حجم التداول مليون جنيه | النسبة لـ G.D.P % | معدل التغير السنوي % | نسبة دوران السهم % | عدد الشركات (شركة) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 85.0 | - | 5071.0 | 5.22 | - | 206.2 | 0.21 | - | 4.06 | 573 |
| 1991 | 92.0 | 8.2 | 8845.0 | 7.95 | 74.4 | 233.9 | 0.21 | 13.4 | 2.64 | 627 |
| 1992 | 100.0 | 8.6 | 10845.0 | 7.74 | 22.6 | 371.4 | 0.26 | 58.7 | 3.42 | 656 |
| 1993 | 149.0 | 49.0 | 12807.0 | 8.14 | 18.0 | 274.9 | 0.17 | -25.9 | 2.13 | 674 |
| 1994 | 238.0 | 59.7 | 14500.0 | 8.28 | 13.2 | 1214.0 | 0.69 | 343.0 | 8.37 | 700 |
| 1995 | 213.0 | -10.5 | 27420.0 | 13.32 | 88.9 | 2294.2 | 1.19 | 88.9 | 8.36 | 680 |
| 1996 | 297.0 | 39.4 | 48100.0 | 21.06 | 75.5 | 8769.2 | 3.84 | 282.2 | 18.23 | 661 |
| 1997 | 359.0 | 21.1 | 70900.0 | 27.67 | 47.7 | 20282.0 | 7.91 | 131.2 | 28.23 | 700 |
| 1998 | 382.77 | 6.3 | 83141.0 | 29.66 | 17.2 | 18500.6 | 6.60 | -8.7 | 22.25 | 954 |
| 1999 | 624.51 | 63.1 | 112365.0 | 36.52 | 35.1 | 32851.0 | 10.67 | 77.5 | 29.23 | 1036 |
| 2000 | 626.16 | 0.26 | 119800.0 | 35.22 | 6.6 | 41744.0 | 12.27 | 27.0 | 34.84 | 1070 |
| 2001 | 613.0 | -2.1 | 111300.0 | 31.02 | -7.0 | 24658.0 | 6.87 | -40.9 | 22.15 | 1136 |

| السنوات | المؤشر العام للأسعار | نسبة التغير السنوي % | القيمة السوقية مليون جنيه | النسبة لـ G.P.D % | نسبة التغير السنوي % | حجم التداول مليون جنيه | النسبة لـ G.D.P % | مقدار التغير السنوي % | نسبة دورات السهم % | عدد الشركات (شركة) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2002 | 635.29 | 3.6 | 122388.0 | 32.30 | 9.8 | 25806.0 | 6.81 | 4.6 | 21.09 | 1122 |
| 2003 | 803.18 | 26.4 | 171900.0 | 41.17 | 40.5 | 23039.2 | 5.51 | -10.7 | 13.40 | 800 |
| 2004 | 1221.17 | 52.0 | 233263.0 | 48.09 | 35.6 | 36124.0 | 7.44 | 56.7 | 15.48 | 767 |
| 2005 | 2238.9 | 83.3 | 456300.0 | 85.03 | 94.6 | 150859.5 | 28.11 | 317.6 | 33.06 | 656 |
| 2006 | 2380.84 | 6.3 | 534800.0 | 94.92 | 17.2 | 271111.1 | 48.11 | 79.9 | 50.69 | 603 |

Source: Emerging Stock Market, International Financing Corporation (IFC), Washington, year book, 1999, page 193.

- موقع بنك الأستثمار القومي المصري على شبكة الانترنت: www.eip.gov.eg.com

- تم احتساب النسب من قبل الباحث.

- احتسب معدل دوران السهم بموجب المعادلة الاتية =

$$\frac{\text{اجمالي قيمة التداول (احجام التداول)}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100$$

**المطلب الثاني: سوق نيويورك للاوراق المالية (NYSE) ومؤشرات اداله (1990 – 2006)**

**اولاً: نشأة سوق نيويورك وتطورها:**

تعد اسواق الرساميل في الولايات المتحدة مصدر حياة النظام الرأسمالي، إذ تلجأ العديد من الشركات الى هذه الأسواق لتأمين الاموال اللازمة لبناء المصانع ومباني المكاتب والطائرات والبواخر وخطوط الهاتف .... الخ من المنشآت الاخرى، كذلك تمويل انشطة الابحاث والتطوير ومساندة عدد كبير من الأنشطة الضرورية الاخرى، وأن مصدر كثير من هذه الأموال هو من مؤسسات كبرى مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين والمصارف والمؤسسات الخيرية والكليات والجامعات، إضافة الى مساهمة الأفراد فيها والتي تزداد باستمرار (هناك أكثر من

40٪ من الأسر الأمريكية أصبحت تملك أسهماً عادية في الشركات المدرجة في الاسواق المالية الامريكية بنهاية القرن العشرين)[1].

ويعود تاريخ هذه السوق الى عام (1792) عندما اجتمع (24) شخصاً من الذين كان يتاجرون بالاسهم والسندات تحت شجرة الدلب في وول ستريت (الذين سبقت الاشارة اليهم) في مدينة نيويورك للاتفاق على قواعد تحكم عمليات شراء الاسهم وبيعها، فكانت تلك بداية تنظيم اكبر بورصة في العالم والتي شهدت بعد ذلك اهتماماً وتركيزاً سياسياً واقتصادياً كبيراً، وتسجل عادة في سوق نيويورك (NYSE) أسهم اكبر وأشهر الشركات واكثرها تداولاً في نهاية القرن العشرين وصلت قيمة الأسهم المتداولة في الولايات المتحدة الى حوالي 50٪ من اجمالي قيم الاسهم بالعالم اجمع، بعد ان كانت هذه النسبة قبل ذلك بعشر سنوات على نحو 30٪ فقط، بالمقابل انخفضت خلال تلك المدة حصة اليابان من 40٪ عام 1990 الى 11٪ عام 2000[2].

وتتضمن سوق نيويورك أسهم حوالي (2767) شركة مختلفة مثلما تشمل على (1366) عضواً أو مقعداً وهذه الأخيرة تشتريها بيوتات الوساطة المالية باسعار باهظة وتستخدم لشراء الاسهم وبيعها للأفراد وتنتقل المعلومات الكترونياً بين مكاتب الوساطة وسوق الاسهم، وهذا ما يستلزم (200 ميل) (230 كيلومتر) من كابلات الألياف البصرية و (8000) خط هاتفي لمناولة الأسعار وطلبات بيع الأسهم وشرائها، وهي بذلك ترتبط بمختلف فروعها المنتشرة داخل الولايات المتحدة وخارجها ويجري التداول عادة داخل قاعة فسيحة تغطي اطرافها اجهزة اتصالات متطورة وجديدة، وداخل قاعة التداول وهناك اكثر من (22) مركز تداول مساحته حوالي (100) قدم مربع تقريباً مصمماً على شكل حذوة فرس مخصص لبيع اسهم شركات معينة وشرائها تبلغ حوالي اكثر من (75) شركة لكل مركز،

(1) جورج كلارك، موجز في الأقتصاد الأمريكي، مصدر سابق، 55.

(2)– Http://www.en.wikipedia.com

وخلف قاعة كل مركز هناك مكان يحتله العشرات من الموظفين والكتبة التابعين للبورصة مباشرة لاتمام المعاملات(1).

فبالإضافة الى سوق نيويورك للأوراق المالية هناك البورصة الامريكية للأوراق المالية (AMEX / American Stock Exchange) التي تحتل المرتبة الثانية بعد بورصة نيويورك ويعمل الاثنان على المستوى القومي، كذلك هناك عدد من البورصات الأقليمية (Regional Exchange) التي تتواجد في بوسطن وسينسيناتي والوسط الغربي والباسفيك وفيلادلفيا، وتتشابه هذه البورصات في عملياتها وانشطتها مع بورصة نيويورك وان كانت تختلف فيما يتعلق بانشطة المتخصصين ودرجة الأوتومايتيكة، كما تختلف كثيراً عن بورصة نيويورك فيما يتعلق بأجراءات تنفيذ الخيارات (Option) والعقود المستقبلية (Futures)(2).

وتحكم البورصات الامريكية تشريعات وقوانين فيدرالية وفي ظل هذه التشريعات يتطلب ضرورة تسجيل الاصدارات والسماسرة في البورصة والأفصاح في البيانات والمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة واوضاع السوق في البورصات الامريكية وتقوم هيأة الاوراق المالية بالأشراف على عمليات البورصة واصدار تداول الاوراق المالية التشريعات المناسبة، كذلك تفضل هذه الهيئة استخدام مفهوم الرقابة الذاتية إذ تلعب الاسواق المالية ادواراً عدة في الأقتصاد الامريكي، فهي مصدر دخل المستثمرين، فعندما ترتفع قيمة الأسهم وغيرها من الأصول المالية فأن ثروة المستثمرين تزداد ويزداد معها انفاقهم ومن ثم يوعزون النمو الاقتصادي، علاوة على انها تشكل اسعار الأسهم ذات الأشارات الواضحة والمباشرة التي

---

(1) New York Stock Exchangr (Nyse), Facts and Figures, Historical Statistics For the year 2007

(2) للمزيد ينظر:

- جيرمي جرانت، الحواجز تظهر في سباق أندماج البورصات، الجريدة الأقتصادية الألكترونية، مصدر سابق.
- د. محمد صالح الحناوي وجلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية، مصدر سابق، 67.

تعكس نظرة المستثمرين الى اداء مدراء الشركات ثم أن اسعار الأسهم أشارات واضحة ومباشرة تعكس نظرة المستثمرين الى اداء مدراء الشركات، كما وأن اسعار الأسهم تعكس ايضاً رأي المستثمرين بسياسة الحكومة، فعندما تعتمد الحكومة سياسات يعدها (المستثمرين) مضرة بالاقتصاد وبأرباح الشركات، فأن اسعار الاسهم تنخفض وبالعكس ترتفع أسعار الاسهم إذا ما أعتقد المستثمرون أن هذه السياسات سوف تعزز الأقتصاد ولذلك فأن مؤشرات سوق نيويورك يمكن الأعتماد عليها في مراقبة نشاط السوق وتمكين المستثمر من بناء توقعات خاصة بادارة محفظته الاستثمارية وفي هذا الصدد فأن هناك العديد من المؤشرات التي يتم الأعتماد عليها في سوق نيويورك لهذا الغرض من أبرزها[1]:

**1- مؤشر الداو جونز الصناعي (The Dow Jones Industrial Average)**

يمثل هذا المؤشر مركزاً فريداً ومميزاً في عقول المستثمرين في العالم أجمع، ولقد حصل على هذه المنزلة لأنه أبسط اداة للقياس يستخدمها كافة المتعاملون لقياس الاداء العام لسوق الاوراق المالية الامريكية وقد تم حسابه لأسعار الأسهم المميزة Blue Chips[*] لأول مرة من قبل تشارلزداو (مؤسسة شركة داو جونز) مع شريكه ادوراد جونز في عام (1896) وكان حينذاك يضم (12) شركة فقط وفي عام (1928) أي قبل عام من انهيار البورصة التاريخي توسع المتوسط (الرقم القياسي / المؤشر) ليشمل (30) شركة، وطبقاً لأمر تعديل أجري عليه في عام (2004) فأن التغيرات التي طرأت على الأسهم المكونة للمؤشر نادرة ففي الخمس عشرة سنة الماضية تم اسقاط واضافة عدد من الشركات اليها خصوصاً الشركات التكنولوجية، ويعبر

---

(1) – محمد و طارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، مصدر سابق، 51.
- د. عماد محمد علي العاني، اندماج الأسواق المالية الدولية، مصدر سابق، 57 – 58.
- د. عبد المجيد المهيلمي و د.حازم البيلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية، مصدر سابق، 295 – 298.

(*) وهي اسهم الشركات ذات الجودة والمصداقية والقدرة على تحقيق نتائج جيدة بحيث تعد هي الاكثر نجاحاً في قطاع اعمالها والتي تحظى بثقة المتعاملين العالية لأستقرار نتائجها.

عنها كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنة بقيمة المؤشر في مدة الأساس أو البدء (مرجح سعري / Price Weighted) وهناك أربعة انواع لمعدلات الداوجونز هي:

- معدل لأسعار اسهم الشركات الصناعية ويتكون من (30) شركة.
- معدل لأسعار اسهم الشركات الخدمية ويتكون من (15) شركة.
- معدل لأسعار أسهم الشركات النقل والمواصلات ويتكون من (20) شركة.
- المعدل المركب لهذه المعدلات الثلاثة السابقة ويتكون من (65) شركة.

**2- مؤشر أس – ان – بي (S&p 500 Standard & Poor's Corp)**

مقياس اوسع للسوق ككل كونه يتألف من عدد كبير من الشركات بالمقارنة لعدد الشركات التي يتكون منها داو جونز (500 مقابل 30)، كذلك يختلف عن الأخير في كونه مرجحاً بالقيمة السوقية للشركات، ولقد تم احتساب هذا المؤشر لأول مرة من لدن ستاندرد اند بورز / S & P في عام (1928) وكان حينذاك يضم (90) شركة (S & P 90) ولكنه تطور ليصبح عام (1957) يضم (500) شركة ( S & P 500) ونجد اليوم أن قياس ثلاثة أرباع الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار بأمريكا يتم باستخدام هذا المؤشر، وهناك خمس أنواع لهذا المؤشر كل واحد منها يختص بقطاع معين:

- مؤشر S & P الصناعي المركب ويتكون من (400) شركة (S & P 400).
- مؤشر S & P الخدمي المركب ويتكون من (40) شركة (S & P 40).
- مؤشر S & P للنقل والمواصلات المركب ويتكون من (20) شركة ( S & P 20).
- مؤشر S & P المالي المركب ويتكون من (40) شركة ( S & P40).
- مؤشر S & P المركب من المؤشرات السابقة ويتكون من (500) شركة ( S & P 500).

**3- مؤشر نازداك كومبوزيت: Nasdag Composite**

مؤشر مرجح برأسمال السوق (Market Capitatization) لكل الأسهم بهذا السوق (رأس المال السوقي هو سعر السهم في عدد الأسهم الحرة التداول) أبتدأ حساب هذا المؤشر في عام (1971) بقيمة اساس 100 وهو مؤشر غني بأسهم شركات التكنولوجيا والأتصالات وتمثل هذه الشركات ثلاثة أرباع قيمته السنوية، بينما تمثل الربع فقط من قيمة مؤشراً أس . أند . بي 500.

**4- مؤشر نازداك 100: Nasdag 100**

بدأ هذا المؤشر عام (1985) باساس قيمته بقيمة (250) نقطة، وهو لا يحتوي على أي أسهم لشركات مالية، في عام (1996) بدأ تداول عقده المستقبلي ببورصة شيكاغو التجارية (CME) ولكي يتم ادخال شركة به يجب ان يصل حجم تداولها الى (100000) سهم علماً الا تقل مدة تداولها ببورصة رئيسة عن سنة.

**5- مؤشر راسل: Russell 2000**

قامت شركة فرانك راسل للاستثمارات بولاية واشنطن بحسابة منذ عام 1984 وهو يحتوي على عدد كبير من أسهم الشركات الامريكية الصغيرة ويعد من المؤشرات المهمة للشركات ذات الرأسمال الصغير (Small Cap).

**6- المؤشر المركب لسوق نيويورك المالية: (The NYSE Composite Index)**

في عام (1966) أقرت سوق نيويورك المؤشر المركب للسوق لقياس اتجاهها وهو يعكس اسعار الاسهم جميعها المدرجة فيه.

**7- مؤشر الأرقام القياسية لخط لقيمة (The Value Line Indexes)**

يقيس التغيرات التي تحدث في اسعار الاسهم جميعها المدرجة في السوق.

**ثانياً: تحليل مؤشرات اداء سوق نيويورك للاوراق المالية**

لقد جرت العادة في تقييم نشاط السوق المالي، ولا سيما من قبل المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات السوق المختلفة، كذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق المالية المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات وذلك من خلال ما تنشره

الصحف العالمية المختلفة يومياً وبقية الوسائل، إذ يتم نشر قائمة لمختلف المؤشرات التي تقيس التطورات التي تطرأ على أسعار الأسهم في مختلف الاسواق المالية، ومن ثم فأن المستثمرين يملكون صورة واضحة عن استثماراتهم، فضلاً عن إمكانية توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة وذلك من خلال الأعتماد على مؤشرات اداء تلك الأسواق، وعليه فأنه سيتم الإشارة الى المؤشر المركب ( Copmosite Index)، لأنه يعكس أسعار الاسهم جيعها المدرجة فيها، بالإضافة الى أن المستثمرين يعدون سوق (NYSE) للأوراق المالية البارومتر الذي يقاس من خلاله النبض العام لأسواق الأوراق المالية العالمية، والذي يعكس بدوره امام المستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق المالية.

**1- المؤشر المركب لسوق (NYSE) للأوراق المالية (المؤشر المركب): Composite Index**

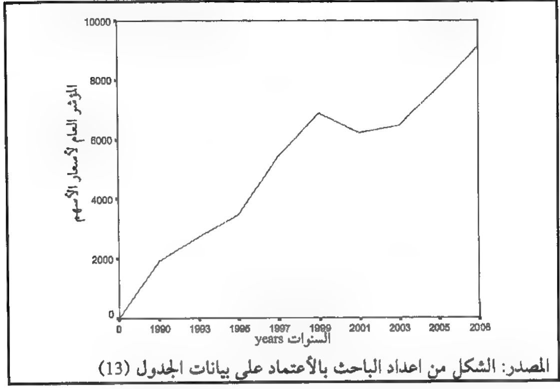
تم أختيار هذا المؤشر وذلك لرصد التطورات التي شهدتها تلك السوق ودرجة فعاليتها وخصوصاً وان هذا المؤشر يعكس اسعار جميع الاسهم المدرجة فيها، وتشير الاحصاءات الواردة في الجدول (13) الى أن هذا المؤشر قد حقق تصاعد مستمراً ما عدا بعض الانكسارات، إذ اخذ يزداد بنسبة (11.3٪) بوصفه معدلاً سنوياً خلال مدة الدراسة بالمقارنة مع نسبة (8.7٪) كنسبة تغير سنوي في عقد الثمانينيات و (4.5٪) كنسبة تغير سنوي لعقد السبعينات، الأمر الذي يشير الى تطور هذا المؤشر.

ويلاحظ أن هذا المؤشر أرتفع من (1908.4) نقطة عام 1990 لصبح 9138 نقطة عام 2006 وبمعدل تغيير سنوي بلغ (31.3٪) كحد اعلى عام 1995 و (-19.8٪) كحد أدنى عام 2002 كذلك تراجع هذا المؤشر عام (2001 و 2002) ليصل الى (6236.1 و 5000) نقطة على التوالي بالمقارنة مع عام (2000) الذي بلغ فيه (6945.5) نقطة ، ثم عاد بالأرتفاع بعد عام (2002)، ولعل هذا التراجع كان بعد أحداث أيلول / 2001.

ويبدو للوهلة الاولى أن الزيادة التي حققها مؤشر أسعار الأسهم ناتجة عن زيادة معدلات التضخم في الولايات المتحدة وأن هذه الزيادة ليست زيادة حقيقية بل وهمية ولكن بعد التفحص في الأرقام الخاصة بمعدلات التضخم واسعار الفائدة التي سبقت الأشارة اليها وكذلك المقادير الخاصة بأحجام التداول والقيمة السوقية نلاحظ ان هذه الزيادة قد نتجت بشكل رئيسي عن زيادة الطلب على الاوراق المالية المدرجة في السوق ومن ثم زيادة احجام التداول والقيمة السوقية الأمر الذي انعكس على ازدياد معدل الدوران ليرتفع من (30٪) الى (248.2٪) وهذا ما يؤكد زيادة الطلب على الاوراق المالية، وبالمقابل تشير المؤشرات النقدية الى أن معدل التضخم في الولايات المتحدة قد انخفض بوصفه معدلاً سنوياً من (5٪) خلال عقد الثمانينات الى (2.8٪) خلال مدة الدراسة، بالإضافة الى ذلك سعر الفائدة بمستوياته المختلفة وبالتحديد سعر الفائدة على الودائع الثابتة من (8.1٪) بداية الدراسة الى (3.6٪) نهاية المدة، ومن ثم انعكس ذلك ايضاً على طلب الاوراق المالية لأغراض المضاربة والحصول على الأرباح والشكل (50) يوضح تطور هذا المؤشر.

شكل (50)

تطور المؤشر المركب لأسعار الأسهم في سوق (NYSE) للاوراق المالية




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (13)

**2- مؤشر القيمة السوقية: Market Capitalization Index**

يعكس هذا المؤشر رسملة السوق المالية (Capitalization) وهي عبارة عن مجموعة الأسهم المدرجة بمتوسط أسعارها منذ نهاية المدة أو أجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعاً لاسعار السوق المالية (مثلما سبقت الأشارة اليه في الفصل الثاني)، وتعكس رسملة السوق، أيضاً مستوى نشاط السوق المالية، إذ كلما أرتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاطها، وترتفع هذه القيمة من خلال زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق وزيادة عدد الشركات المدرجة فيها او أرتفاع اسعار السوق أسعار الأسهم أو كليهما والذي يعكس بدوره اتساع حجم المعاملات في السوق المالية.

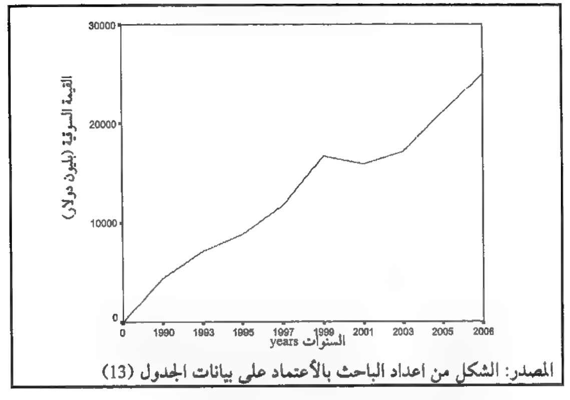
ويظهر لنا الجدول (13) نشاط سوق (NYSE) للاوراق المالية، إذ أن القيمة السوقية شهدت أرتفاعاً مستمراً خلال مدة الدراسة، فقد ازدادت من (4429.9) بليون دولار عام (1990) الى (17700.0) بليون دولار عام (2000)، إلا أنها انخفضت في عامي (2001 و 2002) الى (15900.0 و 13300.0) بليون دولار على التوالي متأثرة بأحداث ايلول وتباطؤ الأقتصاد العالمي، لتعاود الارتفاع بعد ذلك وتصل الى 25000.0 بليون دولار، وتمثل نسبة رسملة السوق الى الناتج المحلي الاجمالي (MV / GDP) أحد مؤشرات السيولة التي توفرها السوق المالية، كذلك تعكس مدى أسهام السوق في (G.D.P) من خلال قيمتها السوقية، فكلما زادت هذه النسبة دل ذلك على درجة أعلى من السيولة التي تتمتع بها السوق، إذ اخذت هذه النسبة تزداد طوال مدة الدراسة على الرغم من وجود بعض الانكسارات خصوصاً في عامي (2001 و 2002)، و بلغت نسبة (MV / G.D.P) (188.8٪) عام (2006) بعد أن كانت تشكل ما نسبته (76.2٪) عام (1990)، الأمر الذي يعكس اهمية درجة تأثير نشاط سوق (NYSE) في النمو الأقتصادي للولايات المتحدة.

ومن خلال تتبع الجدول (13) يلاحظ أن أرتفاع (MV) جاء بفعل زيادة عدد الأسهم (إزداد عدد الاسهم من 157 مليون سهم عام 1990 الى 1602 مليون سهم عام 2005) وزيادة عدد الشركات خصوصاً بعد ادخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة (الخيارات والمبادلات والمستقبليات) التي شجعت العديد من المستثمرين على التوجه نحو السوق طلباً للتمويل من خلال اصدار أنواع مختلفة من الأوراق المالية الحديثة والتقليدية والتي تشبع رغبة المستثمرين والمدخرين في آن واحد كذلك اسهم التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والأستقرار في زيادة الطلب على الأوراق المالية، الامر الذي ادى الى أرتفاع مؤشرات اسعار السوق، يضاف الى ذلك كله التطور الكبير في مجال الأتصالات والثورة التكنولوجية والأبتكارات الالكترونية خصوصاً بعد ادخال نظام الكمبيوتر الذي اصبح يمثل وسيلة فعالة في عملية التداول ورصد التغييرات التي تطرأ على السوق المالية عامة، والشكل (51) يوضح لنا تطور هذا المؤشر.

**شكل (51)**

**تطور مؤشر (M.V) لسوق (NYSE) للاوراق المالية**

**للمدة (1990 – 2006)**




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (13)

**3- مؤشر حجم التداول: Trading Volume Index**

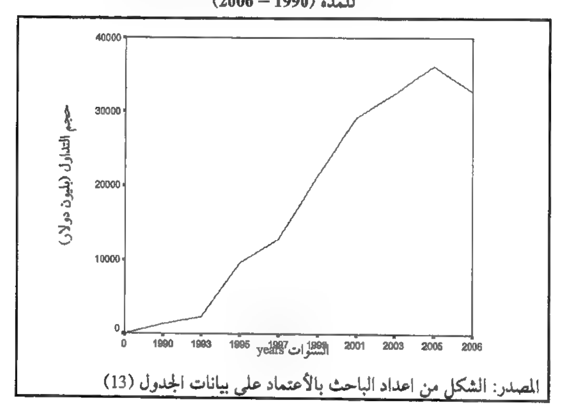
يعكس هذا المؤشر القيمة الاجمالية للاوراق المالية المتداولة في السوق خلال مدة معينة عادة ما تكون سنة (حركة التداول تعني عمليات البيع والشراء للاوراق المالية في السوق)، وتشير البيانات الواردة في الجدول (13) والصادرة عن سوق (NYSE) للاوراق المالية الى أن حجم التداول في أسهم الشركات المدرجة فيها أزداد ليبلغ (32707.4) بليون دولار عام (2006) بعد أن كان (1336.2) بليون دولار عام (1990) على الرغم من بعض الانكسارات، إذ كانت نسبة التغيير السنوي يتصف بالأستقرارية مع الاتجاه نحو الزيادة وصولاً الى (58.9٪) كحد أعلى عام (1995)، ثم تراجع الى (-20.3٪) كحد ادنى عام (2003)، في حين سجل فيه حجم التداول أكبر قيمة خلال حياة سوق (NYSE) إذ بلغت قيمته (40816.0)

بليون دولار عام (2002)، ويمكن تأشير درجة سيولة السوق المالية ايضاً من خلال حجم تداول الاوراق المالية المدرجة ونسبته الى الناتج المحلي الاجمالي ( T.V / G.D.P) إذ يعد هذا مؤشراً جيداً لمستوى نشاط السوق ودرجة سيولتها ويمكن استخدام هذه النسبة للكشف عن مدى تأثير سيولة السوق المالية في معدل النمو الاقتصادي، فقد بلغت (T.V / G.D.P) (248.2٪) عام (2006) بعد أن كانت تشكل (23.0٪) عام (1990)، على الرغم من بعض الانكسارات، الامر الذي يعكس مدى تأثير وفعالية سوق (NYSE) في النشاط الأقتصادي ويظهر لنا الشكل (52) تطور هذا المؤشر.

**شكل (52)**

**تطور مؤشر (T.V) لسوق (NYSE) للأوراق المالية**

**للمدة (1990 – 2006)**



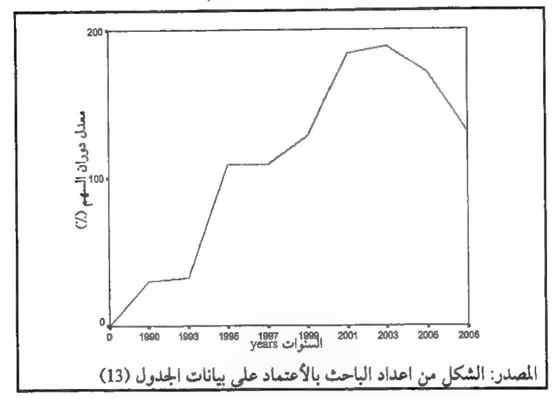

المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (13)

4- مؤشر معدل دوران السهم Turnover Ratio Index:

يعكس هذا المؤشر سيولة السوق المالية أيضاً، كذلك تعكس درجته وفعاليته إذ يمثل هذا المؤشر (قيمة احجام التداول / اجمالي القيمة السوقية × 100)، إذ اتسم هذا المؤشر بالتذبذب طوال مدة الدراسة، ومن ثم صعوبة تحديد اتجاهه، إلا أنه عموماً يلاحظ فيه الارتفاع طالما ان هذا المؤشر يعتمد على قيمتي احجام التداول ورسملة السوق، ويكشف لنا الجدول (13) عن أن معدل الدوران ارتفع من (30.1٪) عام (1990) ليصل الى (130.8٪) عام (2006)، الأمر الذي يعكس تزايد نشاط سوق (NYSE) ولاسيما أن معدل الدوران يكشف عن تزايد عمليات البيع والشراء وثم نشاط السوق المالية ودرجة فعاليتها وبالتالي درجة السيولة ومدى تأثيرها في النشاط الأقتصادي، وهكذا فأن زيادة معدل الدوران طوال مدة الدراسة رغم التذبذب فيه حتمية لتزايد قيمتي التداول ورسملة السوقية، ويظهر لنا الشكل (53) تطور هذا المؤشر.

## شكل (53)

## تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق (NYSE) للأوراق المالية للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد علي بيانات الجدول (13)

### 5- مؤشر عدد الشركات Number Of Companies Index

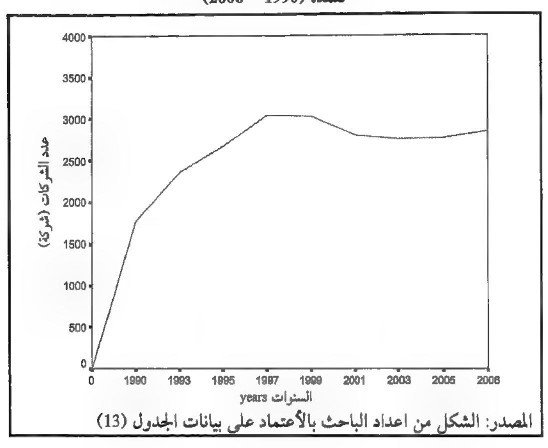
يكشف لنا هذا المؤشر عن تطور عدد الشركات المدرجة في سوق (NYSE) للاوراق المالية، إذ زاد عدد الشركات المساهمة فيها من (1774) شركة عام (1990) الى (2847) شركة عام (2006) وبمعدل نمو مركب بلغ (2.7٪) (أنظر الجدول 13)، إلا أن هذا المؤشر عانى هو الأخر جانباً من الأنكسارات خلال مدة الدراسة إذ تأرجح هذا العدد بالأرتفاع والأنخفاض، فقد انخفض عدد الشركات بنسبة (2.8٪ - 5.3٪ - 2.2٪ - 0.5٪ - 1.1٪) للاعوام (1999 – 2000 – 2001 – 2002 – 2003) على التوالي وبلغ عدد الشركات (3025 - 2862 – 2798 – 2783 – 2750) شركة على التوالي، ثم عاودت الارتفاع عام (2004) وبنسبة (0.6٪) وبلغ عدد الشركات (2767) شركة، ثم الانخفاض بنسبة (0.03٪) عام (2005) ثم الارتفاع بنسبة

(2.9٪) وهكذا فقد كان هذا التذبذب بفعل اندماج الشركات مع البعض الاخر سواء المحلية منها أو غير المحلية قد اسهم في ازدياد عدد الشركات، إذ شهد أواخر عقد التسعينات موجة من الاندماج بين الشركات أو شراء شركات لأخرى بالاكراه، و لقد كان الدافع من وراء هذه الاندماجات محاولة من تلك الشركات الأعداد لمواجهة أوضاع أقتصادية متغيرة، فزاد اندماج الشركات في قطاع النفط والبيع بالتجزئة وخطوط السكك الحديدية مثلاً اندمجت شركة ترافلرز غروب مع شركة سيبكورب لتشكلا اكبر شركات مالية في العالم، كذلك اشترت شركة فورد لصناعة السيارات فرع السيارات في شركة فولفو السويدية كما اندمجت شركة اكسون مع شركة موبيل مستعيدتين اكثر من نصف الأمبراطورية النفطية التي يملكها جون رولكفلد التي كانت معروفة بأسم ستاندارد أويل كومباني والتي فككتها وزارة العدل الامريكية، عام (1911) وهكذا ..، ويمكن ان نلاحظ تطور هذا المؤشر من خلال الشكل (54).

شكل (54)

تطور مؤشرات عدد الشركات في سوق (NYSE) للأوراق المالية

للمدة (1990 – 2006)




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على بيانات الجدول (13)

## جدول (13)

## تطور مؤشرات سوق (NYSE) للاوراق المالية

## للمدة (1990 – 2006)

| نسبة التغير السنوي % | عدد الشركات (شركة) | معدل دوران الأسهم % | T.V G.D.P % | نسبة التغير السنوي % | احجام التداول T.V بليون دولار | M.V G.D.P % | نسبة التغير السنوي % | القيمة السوقية (M.V) بليون دولار | نسبة التغير السنوي % | المؤشر العام (المؤشر المركب) | السنوات |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| - | 1774 | 30.1 | 23.0 | - | 1336.2 | 76.2 | - | 4424.9 | - | 1908.4 | 1990 |
| 6.2 | 1885 | 25.8 | 25.6 | 14.7 | 1553.5 | 99.2 | 34.2 | 5939.8 | 27.1 | 2426.0 | 1991 |
| 10.8 | 2089 | 29.0 | 27.9 | 15.0 | 1764.6 | 96.2 | 2.3 | 6079.2 | 4.6 | 2539.9 | 1992 |
| 13.0 | 2361 | 32.6 | 34.7 | 30.6 | 2305.1 | 106.4 | 16.23 | 7069.2 | 7.8 | 2739.4 | 1993 |
| 8.8 | 2570 | 88.0 | 85.0 | 160.4 | 6002.9 | 96.6 | -3.5 | 6815.6 | -3.1 | 2653.3 | 1994 |
| 4.0 | 2675 | 108.9 | 128.9 | 58.9 | 9540.9 | 118.3 | 28.5 | 8760.7 | 31.3 | 3484.1 | 1995 |
| 8.6 | 2907 | 128.2 | 149.4 | 22.3 | 11674.7 | 116.4 | 3.8 | 9100.0 | 19.0 | 4148.0 | 1996 |
| 4.8 | 3047 | 109.0 | 153.4 | 9.3 | 12761.5 | 140.6 | 28.5 | 11700.0 | 30.3 | 5405.1 | 1997 |
| 2.1 | 3114 | 116.7 | 184.7 | 27.1 | 16222.8 | 158.2 | 18.8 | 13900.0 | 16.5 | 62999 | 1998 |
| -2.8 | 3025 | 128.1 | 230.1 | 31.9 | 21404.3 | 180.0 | 20.1 | 16700.0 | 9.1 | 6876.1 | 1999 |
| -5.3 | 2862 | 155.1 | 279.3 | 28.3 | 27469.3 | 188.8 | 6.2 | 17700.0 | 1.0 | 6945.5 | 2000 |
| -2.2 | 2798 | 183.9 | 290.0 | 6.4 | 29241.6 | 157.7 | -6.4 | 15900.0 | -10.2 | 6236.3 | 2001 |
| - 0.5 | 2798 | 306.8 | 389.8 | 39.5 | 40816.6 | 127.0 | -16.3 | 13300.0 | -19.8 | 5000.0 | 2002 |
| -1.1 | 2750 | 188.9 | 296.2 | -20.3 | 32499.9 | 156.7 | 29.3 | 17200.0 | 29.2 | 6464.0 | 2003 |
| 0.6 | 2768 | 160.7 | 268.5 | -3.0 | 31511.6 | 167.0 | 13.9 | 19600.0 | 12.1 | 7250.0 | 2004 |
| -0.03 | 2767 | 170.6 | 289.6 | 14.7 | 36168.8 | 169.7 | 8.1 | 21200.0 | 7.0 | 7754.0 | 2005 |
| 2.9 | 2847 | 130.8 | 248.2 | -19.5 | 32707.4 | 188.8 | 17.9 | 25000.0 | 17.8 | 9138.0 | 2006 |

Source: www.globalinvnet, fact & Figures, stock price trends, compnnded growth rates of NYSE Composite index.

- New York Stock Market (NYSE): fact book for year 2006 Market Capitalization Of NYSE Companies.
- www.etrade.wallst.com/vi/stock/charts.asp?ymbol

- تم احتساب معدل دورات السهم بموجب المعادلة الاتية =

$$100 \times \frac{\text{اجمالي قيمة التداول}}{\text{اجمالي القيمة السوقية}}$$

- تم احتساب النسب عند الباحث.

# 4

الفصل الرابع

# الفصل الرابع

## قياس أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية للمدة (1990–2006)

المبحث الأول:- تحديد المتغيرات وبناء النماذج القياسية.

المبحث الثاني:- تقدير وتحليل أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوقي مصر ونيويورك المالي للاوراق المالية.

المبحث الثالث:- نتائج تحليل أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين (دراسة مقارنة).

# الفصل الرابع

# قياس أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوقي مصر ونيويورك للأوراق المالية للمدة (1990–2006)

## تمهيد

أصبح الأقتصاد القياسي التحليلي يحظى بأهمية كبيرة، بوصفه الاداة الأساسية التي تقدر أفتراضات النظرية الاقتصادية باعطائها تقديرات عددية تقربها الى الواقع ولتكون أكثر منطقية وقبول، ويحاول هذا العلم الجمع ما بين النظرية الاقتصادية والأساليب الرياضية والطرائق الاحصائية للحصول على تقديرات كمية يمكن استخدامها للمساعدة في التنبؤ واتخاذ القرار ودراسة التغييرات الهيكلية، طالما ان الأقتصاد القياسي يقوم بأجراء الاختبارات التجريبية للفرضيات الأقتصادية (مختبر النظرية الأقتصادية) ومن ثم تحديد كمية العلاقات بين المتغيرات الأقتصادية التي تشرح سلوك المشاهدة، وهكذا فاننا يمكن ان نميز بين ثلاث وظائف رئيسة للاقتصاد القياسي هي:

- الاختبار (Testing) للنظريات الاقتصادية.
- أتخاذ القرار (Decision Making) بعد تقدير معلمات النموذج.
- التنبؤ (Forecasting).

وهذه الوظائف ليست بالضرورة مكملة لبعضها البعض، ولكن الباحث القياسي والأقتصادي في دراسته التطبيقية عليه ان يعمل على الدمج أو التوفيق بين هذه الأهداف.

أن المهمة الاساسية في هذا الفصل تتمثل في قياس العلاقة ما بين مؤشرات السياسة النقدية (عرض النقد وسعر الفائدة وسعر الصرف والرقم القياسي لأسعار

المستهلك) والمالية (الانفاق الحكومي والأيرادات العامة (الضريبة) والدين العام المحلي) في مؤشرات سوق الاوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الاسهم والقيمة السوقية وحجم التداول ومعدل دوران السهم)، وتم اختيار افضل الدوال وفقاً للمعايير الاحصائية والقياسية ومدى توافقها مع النظرية الأقتصادية وقد استخدم الباحث اسلوب الأنحدار المتعدد المراحل ( Stepwise Multiple Regression Analysis) في تقدير العلاقة بين مؤشرات السياسات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية بغية ترتيب الاهمية لتلك المتغيرات من خلال المباحث الاتية:

## المبحث الأول: تحديد المتغيرات وبناء النماذج القياسية

### المطلب الأول: بناء النموذج القياسي.

ترتبط المتغيرات الأقتصادية بمجموعة من العلاقات المباشرة وغير المباشرة وهذه العلاقات تمثل الصيغة الأولية التي يتم الأستناد اليها في بناء النموذج الاقتصادي والمؤطرة لتلك العلاقات لذلك فأن توصيف النموذج القياسي لابد أن نبتديء بالصيغة الرياضية التي على أساسها يتحدد شكل العلاقة الدالية بين المتغير المستقل أو ما يعرف بالمتغير التوضيحي (Explained Variable) وبين المتغير التابع أو المعتمد (Dependent Variable)، وبما ان الدراسة المراد توصيف نموذجها القياسي تقوم على أساس معرفة أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الأوراق المالية خلال المدة (1990 – 2006) فأن عملية الصياغة الهيكلية لمعالم النموذج القياسي تتطلب تحديد الشكل الاولي لأتجاه العلاقة وهذا يعني ان مؤشرات السياسات النقدية والمالية هي المتغيرات المؤثرة (المستقلة)، ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية هي المتغيرات المستجيبة (المعتمدة)، وقد تمت الاستعانة بأسلوب تحليل الانحدار المتعدد المراحل ( Stepwise Multiple Regression

(Analysis)[*] ولقــد أدخلــت كافــة البيانــات الخاصــة بــالمتغيرات (مثلما في جدول 14 /15) في الحاسوب الالي، وبالأعتماد على البرنامج الأحصائي (SPSS) بعد أن قدرت العلاقة:

$$y_{ij} = f(X_{ij})$$

إذ أن:

$y_i$ : تمثل المتغيرات التابعة للنمـوذج القياسـي وعـددها اربعـة مـتغيرات كـالأتي (i=1,2,3,4)

$x_{ij}$ : وتمثل المتغيرات التوضيحية للدراسة،إذ أن:

j=1,2,3,4.................17
i=1,2,.........................7

ويمكن صياغة العلاقة اعلاه بالصيغة الخطية وعلى النحو الاتي:

$$y_{ij} = B_0 + B_1x_{1i} - B_2x_3 + B_3x_{4i} + B_4x_{5i} + B_5x_{6i} - B_6x_{7i} + B_7x_{8i} + u_i \text{..............(1)}$$

$$y_{ij} = B_0 + B_1x_{2i} - B_2x_{3i} + B_3x_{4i} + B_4x_{5i} + B_5x_{6i} - B_6x_{7i} + B_7x_{8i} + u_i \text{..............(2)}$$

وكذلك يمكن وضع النموذج اعلاه بالصيغة الخطية اللوغارتيمة وعلى النحو الأتي:

$$L_ny_{ij} = B_0 + B_1L_nx_{1i} - B_2x_3 + B_3L_nx_{4i} + B_4L_nx_{5i} + B_5L_nx_{6i} - B_6L_nx_{7i} + B_7L_nx_{8i} + u_i \text{..............(1)}$$

$$L_ny_{ij} = B_0 + B_1L_nx_{2i} - B_2x_{3i} + B_3L_nx_{4i} + B_4L_nx_{5i} + B_5L_nx_{6i} - B_6L_nx_{7i} + B_7L_nx_{8i} + u_i \text{..............(2)}$$

---

(*) وفي هذه الطريقة يتم عمل اختبار لقوة العلاقة بين المتغير التابع وكل متغير مستقل على حدة ثم تدخل المتغيرات قوية التأثير وتحذف المتغيرات الضعيفة مع الأشارة الى أنه عندما يتم ادخال المتغير الثاني يتم حذف تأثير المتغير الذي سبق أدخاله في النموذج ثم بعد ادخال المتغيرات التي لها علاقة دالية بالمتغير التابع، ويتم اعادة فحص المتغيرات الموجودة بالنموذج والتأكد من انها مازالت مؤثرة في المتغير التابع بصورة معنوية وأن لم يتحقق هذا الشرط يتم حذفها للمزيد ينظر:

- جمال محمد شاكر، التحليل الاحصائي للبيانات (بأستخدام / SPSS) الطبعة الاولى، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2005، 303.

إذ ان ($u_i$) في المعادلة هنا تشير الى المتغير العشوائي (Random Variable) وهو يتضمن تأثير المتغيرات التي لم ترد في النموذج.

المطلب الثاني: هيكل النموذج الاقتصادي

يتكون النموذج من معادلة واحدة أو مجموعة من المعادلات وكل معادلة من معادلات النموذج تفسر متغيراً واحداً بدلالة المتغيرات الاخرى وما يتصل بها من معاملات (ميول / Coefficients) و (ثوابت Constants)، ويمكن تصنيف متغيرات النموذج الأقتصادي طبقاً لكيفية تحديد قيم المتغيرات أو طبقاً لتوافقها الزمني، فبالنسبة الى كيفية تحديد قيم المتغيرات فهناك المتغيرات الداخلية والخارجية، اما بالنسبة الى توافقها الزمني فسيؤدي الى وجود متغيرات ذات ابطاء[1]. ومن ثم فأن المعادلة في النموذج تتضمن المتغيرات الأتية:

أولاً: المتغيرات الخارجية: (Exogenous Variables)

وتتضمن المتغيرات الخارجية (المستقلة) في نموذجها هذا (المؤشرات النقدية والمالية) التي يمكن ان تؤثر في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية، لذا يكون من المفيد قياس تأثير تلك المتغيرات الامر الذي يساعد المشاركين في السوق المالية على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في ضوء ما تشكله تلك المتغيرات من أهمية، إذ أن النموذج يتضمن سبعة متغيرات تعبر عن السياسات النقدية والمالية في كلا البلدين وكالاتي:

1- عرض النقود (M):

(ان مشكلة اختيار التعريف الأفضل للنقود في البحوث التطبيقية كانت ومازالت تواجه العديد من الأقتصاديين، إذ أثبت الفحص التجريبي الذي استخدمته العديد من الدراسات في هذا المجال ومنها دراسة قوة العلاقة ما بين الناتج القومي الاجمالي وتعاريف النقود المختلفة كمعيار لاختيار أفضل التعريفات، وقد دفع هذا ملتن فريدمان وديفيد ميزلمان قبول التعريف الواسع للنقود $M_2$ في

(1) د. وليد اسماعيل السيفو و د. احمد محمد مشعل، الأقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار مجلداوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، 375 – 380.

حين ان ريتشارد تمبرليك وجيمس فورستن تبول التعريف الضيق M1 في الاعوام 1963 و 1967 على التوالي، وتوصل فروريك شادراك أقتصادي في البنك الفدرالي الى أن هناك دليل ضعيف يؤدي الى استخدام $M_1$ بوصفها تعريفاً للنقود، وأشارت لجنة باك Back Committo على الأقتصادي عندما يقرر اختيار افضل التعريفات في البحوث التجريبية أن يأخذ بنظر الاعتبار نوعين من المعايير هي (قدرة البنك أو السلطة النقدية على التحكم بمجمل النقد، ومدى قرب الاعتماد على المتغيرات النقدية وعلاقتها باهداف السياسة النهائية)(1).

في ضوء ما تقدم فأن نموذجنا التطبيقي هذا سوف يتضمن تعريفين هما ($M_1$ و $M_2$) وذلك لبيان ايهما اكثر تأثيراً، وخصوصاً أن السياسة النقدية، في كلا البلدين تختلف، وسيرمز في نموذجنا الرياضي للتعريف الضيق ($M_1$) بالرمز ($X_1$) وعلى التعريف الواسع ($M_2$) بالرمز ($X_2$) بوصفهما كمتغيرين مستقلين إذ سيتم ادخال كل منهما في النموذج على انفراد.

2- سعر الفائدة (r):

اعتمدت الدراسة في هذا الجانب أسعار الفائدة على الودائع الثابتة باعتبار ان هذه الاخيرة تمثل البديل الافضل للاوراق المالية في حالة ارتفاعها و كذلك عدم تعرض سعر الفائدة على الودائع لمخاطر الارتفاع والانخفاض أو مخاطر عدم التسديد، بالإضافة الى تأثير هذا النوع من أسعار الفائدة على الأئتمان الممنوح للشركات، ومن ثم التأثير في مركزها المالي، وسيرمز لسعر الفائدة بالرمز ($X_3$) في كلا البلدين.

3- سعر الصرف (E):

تم الاعتماد على سعر صرف العملة المحلية أمام الدولار في جمهورية مصر باعتبار أن الدولار الأمريكي من أهم العملات المطلوبة والمتداولة على نحو رئيسي في جميع بلدان العالم وقد رمزنا لهذا المتغير بالرمز ($X_4$).

---

(1) للمزيد ينظر:

- باري سيجل، النقود والبنوك، مصدر سابق، 60 – 64.

4- معدل التضخم (I)(*) :

سيتم استخدام الرقم القياسي لاسعار المستهلك (Consumer Price Index) للتعبير عن معدلات التضخم ، وقد استخدم في عدد من الدراسات والبحوث التطبيقية، وسيرمز لهذا المتغير بالرمز ($X_5$).

5- الانفاق الحكومي (G):

تم أعتماد الانفاق الحكومي العام مؤشراً من مؤشرات السياسة المالية، إذ تقتضي السياسة المالية التوسعية التوسع في الانفاق وبالعكس فان السياسة المالية الانكماشية تتطلب تقليص الانفاق لذا أسهمت الحكومات في السوق المالية من خلال انشطتها في الأقراض والاقتراض، وسيرمز لهذا المتغير بالرمز ($X_6$).

6- الايرادات العامة (R):

تم الاعتماد على الايرادات الضريبية في جمهورية مصر العربية، إذ تشكل الأيرادات الضريبية في مصر كمتوسط دراسة حوالي (63٪)، في حين اعتمد على الايرادات العامة في الولايات المتحدة (طالما ان الايرادات الضريبية تشكل 85 – 90٪ من الأيرادات العامة)، ومن ثم فقد ارتأينا أختيار الايرادات العامة كمؤشر اخر للسياسة المالية في الولايات المتحدة، وسيرمز لهذا المتغير بالرمز ($X_7$) في كلا البلدين.

7- الدين المحلي العام (D):

تم أعتماد مؤشر حجم الدين العام المحلي بوصفه مؤشراً من مؤشرات السياسة المالية، كونه يعكس عملية أصدار السندات الحكومية، إذ تمثل هذه العملية اقتراض الحكومة من الافراد أو الجهاز المصرفي (المؤسسات المالية والبنك المركزي)، ومن ثم فان هناك علاقة ما بين ازدياد حجم الدين المحلي والعجز الحكومي، فقد

(*) يعد هذا المتغير احد مؤشرات السياسة النقدية الذي يمكن ان تؤثر في مؤشرات سوق الاوراق المالية'للمزيد ينظر:

المؤسسة العربية لضمان الاستثمار،مناخ الاستثمار في الدولة العربية،مصدر سابق،81

سارت عملية اصدار الاوراق المالية الحكومية (حجم الدين المحلي العام) مع اتجاه العجزالحكومي، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز ($X_8$) في كلا البلدين.

تم تحديد المتغيرات الداخلية الاتية للتعبير عن مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية في كل من مصر والولايات المتحدة والتي تضم:

**1- المؤشر العام لأسعار الاسهم (P):**

سيتم الاستعانة بالمؤشر المحلي لأسعار الأسهم في مصر (Case Index)، في حين تمأستخدم المؤشر المركب لسوق نيويورك (The NYSE Composite Index)، وذلك لرصد التطورات التي تشهدها السوقين ودرجة فعاليتهما، خصوصاً وأن هذا المؤشر يستخدم لقياس الاداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتمثل بمعدل اسعار مجموعة من الاسهم المصدرة للشركات المدرجة في السوق، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز ($y_1$).

**2- مؤشر القيمة السوقية (M.V):**

يمثل هذا المؤشر اجمالي القيمة السوقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية ويعكس هذا المؤشر سيولة السوق ونشاطه في كلا البلدين، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز ($y_2$).

**3- مؤشر حجم التداول (T.V):**

يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للاسهم التي تم تداولها في سوق الاوراق المالية، ويكشف لنا هذا المؤشر ايضاً عن سيولة السوق فهو مقياس مكمل للقيمة السوقية، وفي الوقت نفسه يعبر تعبيراً جيداً عن نشاط السوق، بوصفه يعبر عن كميات الاسهم المتداولة (بيع وشراء) خلال اليوم أو الأسبوع أو الشهر أو السنة، ويرمز لهذا المتغير بالرمز ($y_3$).

**4- مؤشر معدل دوران السهم (T.R):**

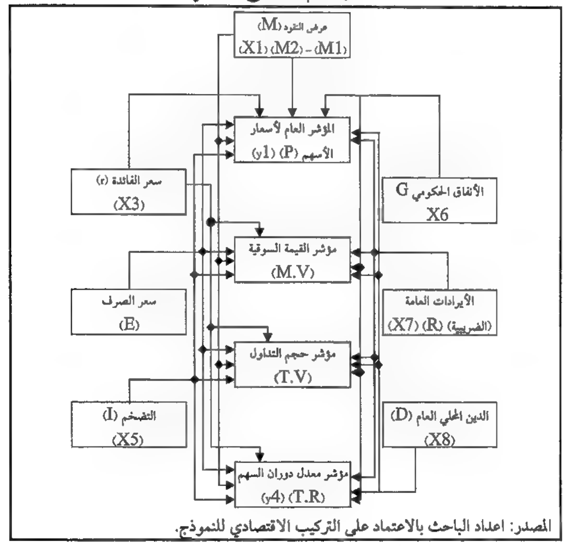
يعبر هذا المؤشر عن النسبة المئوية لتداول اسهم الشركات، إذ يمكن أستخراج معدل الدوران من خلال قسمة أجمالي حجم التداول على اجمالي القيمة السوقية، ويستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات وفي الوقت

نفسه يكمل مؤشر القيمة السوقية كونه يعبر ايضاً عن نشاط السوق (قد تكون سوق الاوراق المالية كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل دوران السهم منخفض وبالعكس،ومن ثم فأن أرتفاع وانخفاض معدل الدوران يكشف لنا بوضوح عن نشاط السوق)، وسوف نرمز لهذا المتغير بالرمز ($y_4$).

ويمكن ان يبين لنا الشكل الاتي تأثير العوامل الخارجية (المتغيرات الخارجية) والمتمثلة بالمؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية والمتمثلة بالمتغيرات الداخلية (التابعة) من خلال الهيكل العام للنموذج.

**شكل (55)**

**(الهيكل العام للنموذج القياسي)**




المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على التركيب الاقتصادي للنموذج.

المطلب الثالث: تحديد طبيعة الاستجابة بين متغيرات النموذج

من الضروري قبل البدء بقياس العلاقة ما بين المتغيرات الخارجية (المؤشرات النقدية والمالية) والمتغيرات الداخلية (مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية) لابد من بيان نوع العلاقة النظرية التي تربطهما وكالأتي:

أولاً: هناك اتجاهان رئيسان لأنتقال آثار التغيرات النقدية (عرض النقود)، الى الأقتصاد القومي، ففي الوقت الذي تركز فيه المدرسة النقودية على وجود علاقة قوية ومباشرة ما بين عرض النقود والنشاط الاقتصادي، فان زيادة عرض النقود مع استقرار سرعة تداولها ينعكس مباشرة على زيادة الانفاق الكلي ومن ثم الدخل القومي والتي تؤدي بدورها الى زيادة مستوى ارباح الشركات، الأمر الذي سينعكس إيجابياً في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية وهذا يعني وجود علاقة طردية ما بين عرض النقود وكل من مؤشرات الاداء في حين أن أصحاب المدرسة الكنزية يرون أن هناك علاقة غير مباشرة بين التغيرات النقدية والنشاط الاقتصادي، إذ أن حدوث تغير في عرض النقود سينعكس بشكل رئيس على سعر الفائدة ومن ثم نحو الانفاق الخاص وصولاً الى الانفاق الكلي فالدخل القومي، ومن ثم أرباح الشركات، الامر الذي ستنعكس على مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية.

ثانياً: ترتبط اسعار الفائدة بعلاقة تشابكية مع ادوات السوق المالي، إذ تحدد اسعار الفائدة من خلال السوق المالية من جهة في السوق المالية من جهة اخرى، و من ثم فانه يمكننا القول بأن تأثير سعر الفائدة في مؤشرات أداء سوق الاوراق المالية تتم من خلال علاقتين اساسيتين هما:

1- علاقة ارتباط قوية بين اسعار الفائدة واسعار السندات في سوق السندات إذ أن علاقة اسعار الفائدة بأسعار السندات علاقة عكسية، فزيادة عرض النقود تعني انخفاض سعر الفائدة ومن ثم انخفاض تكلفة الائتمان وزيادة الطلب عليه عن طريق المصارف الأمر الذي يقود الى انخفاض توجه الأفراد والشركات والمستثمرين نحو سوق الاوراق المالية لطلب التمويل،

أي قيام المستثمرين بأحلال جهة الأقراض من السوق المالية نحو المصارف التجارية، مما يعني أنخفاضاً في عرض السندات ومن ثم أرتفاع في اسعارها مما سينعكس على اسعار الأصول المالية الاخرى (كالأسهم)، كذلك يقود انخفاض سعر الفائدة (الناجم عن السياسة النقدية التوسعية) الى سهولة الحصول على الأئتمان لأنخفاض كلفته. ومن ثم سيحث هذا المضاربين الى زيادة طلب الائتمان، ومن ثم التوجه نحو السوق لغرض المضاربة، ومعنى ذلك ضمناً زيادة الطلب على السندات وارتفاع اسعارها (بأفتراض ثبات العوامل الاخرى) والذي بدوره سينعكس على أسعار الأصول الأخرى ومنها الأسهم.

2- وجود علاقة قوية بين أسعار الفائدة واسعار الأسهم في سوق الأسهم، فهناك علاقة عكسية ما بين أسعار الفائدة واسعار الأسهم والمؤشرات الأخرى للسوق المالية، فأتباع السلطة النقدية سياسة نقدية توسعية يؤدي الى توفير الأئتمان والتوجه نحو اسواق الأسهم سبيلاً للأستثمار (شراء الأسهم والمضاربة فيها) وذلك للأفادة من أختلاف أسعار الفائدة على الائتمان والتي تكون منخفضة بفعل السياسة النقدية التوسعية وبين عوائد الأسهم، ومن ثم فأن التوجه نحو شراء الأسهم سيعمل على زيادة الطلب عليها، الأمر الذي سيؤدي الى ارتفاع اسعارها، وهكذا فان العلاقة بينهما ستكون عكسية.

ثالثا: ويمكن تجسيد العلاقة ما بين سعر الصرف ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية من خلال الطلب على الصرف الاجنبي الذي يمثل الطلب على الموجودات الاجنبية (عرض العملة المحلية)، في حين ان عرض الصرف الاجنبي يمثل الطلب على الموجودات المحلية (الطلب على العملة المحلية)، وهكذا فأن أرتفاع قيمة الدولار (قيمة العملة الأجنبية) أو ما يقابلها من أنخفاض في (قيمة العملة المحلية)، سيكون دافعاً للأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها لتحويلها الى موجودات مالية أو حقيقية ومنها (الأسهم)، مما يعني وجود علاقة طردية ما بين سعر الصرف وبين مؤشرات اداء السوق، كذلك فأن انخفاض

قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل اسعار لموجودات المالية الأجنبية اعلى لأرتفاع قيمة تلك الموجودات فيخفض الطلب المحلي على تلك الموجودات، وفي الوقت ذاته سيجعل اسعار الموجودات المالية المحلية الأرخص نسبياً للمستثمرين الأجانب أي (زيادة الطلب الأجنبي على الموجودات المالية) بأفتراض ثبات العوامل الأخرى مما يدفع بأتجاه ارتفاع اسعارها، ومن ثم فأن العلاقة بينهما طردية، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الصرف الأجنبي (أرتفاع قيمة العملة المحلية).

رابعاً: يفترض النموذج أن يكون للتضخم الطبيعي (المعتدل) تأثير ايجابي في جميع مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية، وتستند فلسفة العلاقة الايجابية هذه الى انه عند ارتفاع معدل التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية يحاول المستثمرون العقلانيون حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر فيقومون بزيادة استثماراتهم في الأصول المالية والحقيقية ومنها الاسهم فترتفع اسعارها فتتأثر معها القيمة السوقية للأسهم واحجام التداول ... وغيرها من المؤشرات، في حين قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً أخراً لهذه العلاقة على أساس ان العديد من الشركات سيؤدي الخزين السلعي فيها دوراً مهماً في تحديد الأرباح، ومن ثم فأن أرتفاع المستوى العام للأسعار يعني امكانية بيع المخزون السلعي بأسعار عالية مقارنة بأسعار الشراء أو التكلفة،ومن ثم زيادة ارباحها ومن ثم ارتفاع اسهم تلك الشركات التي حققت الأرباح العالية، في حين أن انخفاض الاسعار يعني خسارة في قيمة المخزون السلعي وانخفاض ارباح الشركات وانخفاض اسعار أسهمها.

خامساً: يفترض النموذج ان قيام الحكومة بزيادة الانفاق الحكومي (الجاري و الاستثماري) من شانه ان يؤثر في الدخول سواء تعلق ذلك بمستوى الدخل القومي أو حجم الدخول الفردية المعدة للأنفاق، إذ تستطيع الحكومة من التأثير بشكل مباشر في مستوى الدخل القومي من خلال التغيرات في حجم الانفاق الحكومي (سواء ان ذلك الانفاق ناتج عن قيام الحكومة بشراء السلع والخدمات

التي هي من مكونات الانفاق على الانتاج والدخول الفردية للانفاق أو ناتج عن بعض المدفوعات الحكومية التحويلية برامج الضمان الاجتماعي وهذه الأخيرة ليست جزءاً مباشراً من الانفاق على الأنتاج، إلا أنها تزيد من الدخول الفردية المعدة للانفاق، فضلاً عن ذلك تستطيع الحكومة من خلال التغيرات في حجم الأنفاق والتأثير في كل من دالة الأستهلاك والاستثمار معاً من خلال التأثير في حجم الدخل القومي، وبالتالي فأن زيادة الانفاق الكلي نتيجة زيادة الانفاق الحكومي (بوصفه جزء من مكونات الانفاق الكلي). سينعكس على حجم الدخل الكلي ويؤدي بدوره الى زيادة أرباح الشركات وهذا يعني وجود علاقة ايجابية ما بين الانفاق العام ومؤشرات اداء سوق الاوراق المالية.

سادساً: يفترض النموذج وجود علاقة عكسية تربط الأيرادات العامة (الضريبية) بمؤشرات اداء سوق الاوراق المالية (بأفتراض ثبات العوامل الاخرى)، إذ ينعكس خفض معدلات الضريبية على الدخل (طالما أن الدخل المكتسب يكون في صورة أجور وارباح وفوائد)، فأن الأثر الأول لخفض الضريبة هو زيادة الدخل الخاص كنسبة من أي مستوى للدخل الكلي، فأن ارتفاع الدخل الخاص يعني قوة شرائية اكبر بين ايدي الأفراد والشركات، ورغم عدم قدرتنا على التنبوء بالنمط الفعلي لتوزيع الزيادة في القوة الشرائية، أن هذه الزيادة سوف تسلك ثلاثة سبل زيادة الطلب على السلع والخدمات تعني زيادة الأنتاج ومن ثم زيادة ارباح الشركات وزيادة الطلب على السندات وزيادة الطلب على النقود، فضلاً عن أن خفض معدل الضريبة يخلق حوافز لبذل جهد اضافي في العمل والأستثمار بحسب (أقتصاديي جانب العرض)، ومن ثم تحدث زيادة في الأنتاج وزيادة في الارباح مما يؤدي بدوره الى زيادة الدخل القومي وتحقيق زيادات في الأنواع الثلاثة للطلب، وفي كل الأحوال فأن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في السوق المالية، وهكذا فأن فلسفة العلاقة العكسية ما بين الأيرادات العامة (الضريبة) ومؤشرات أداء سوق الاوراق المالية يمكن أن تفسر بالشكل المشار اليه أعلاه).

سابعاً: هناك علاقة قوية ما بين سياسة العجز المالي (الحكومي) وحجم الدين المحلي العام وبين مؤشرات سوق الاوراق المالية (طالما ان عملية اصدار السندات الحكومية تعد السبيل الأمثل لتمويل العجز الحكومي)، فأصدار الحكومة للسندات سينعكس على عرض تلك السندات ومن ثم انخفاض اسعارها وهذا سيكون حافزاً للمستثمرين والمضاربين لأقتنائها بدلاً من الاوراق المالية الاخرى (كالأسهم) ومن ثم سينخفض الطلب على الأسهم، خصوصاً وأن الاستثمار في مثل هذا النوع (السندات) يكون أقل مخاطرة في رأي المستثمر (يطلق على السندات الحكومة سندات معدومة المخاطر)، ومن جانب اخر يسبب اصدار السندات الحكومية في هيكل اسعار الفائدة، وخصوصاً عندما تستمر الحكومة بضخ كميات كبيرة منها، الأمر الذي سيعمل على خفض أسعارها، ولما كانت العلاقة ما بين أسعار السندات وأسعار الفائدة علاقة عكسية، فأن ذلك سيؤدي الى أرتفاع اسعار الفائدة في السوق، ويمارس ارتفاع اسعار الفائدة تأثيراً في مجمل عمليات السوق المالي من خلال تأثيره في اسعار الأوراق المالية وحجم التداول، فضلاً عن أثر تغيير سعر الفائدة على كلفة الائتمان والاقتراض، والذي بدوره يؤثر في مؤشرات اداء السوق المالية وهكذا فأن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي ومؤشرات الأداء علاقة ايجابية، وبما أن العلاقة ما بين سياسة العجز الحكومي والدين المحلي العام علاقة قوية، فأن التوسع في العجز الحكومي يعني التوسع في حجم الدين (الذي يمثل أقتراض الحكومة من الأفراد والمؤسسات المالية والبنك المركزي)، وهكذا فأن العلاقة ما بين حجم الدين المحلي العام مع مؤشرات اداء السوق الأوراق المالية هي ذاتها مع سياسة العجز الحكومي.

المطلب الرابع: تهيئة البيانات

تم الأعتماد في اعداد البيانات على التقارير السنوية لصندوق النقد العربي (Arabic Monetary Found) والتقارير السنوية لصندوق النقد الدولي (International Monetary Fund) في الحصول على المؤشرات النقدية والمالية معاً ولكلا البلدين موضوع الاختيار، كذلك تم الاعتماد في اعداد البيانات الخاصة

بالأسواق المالية على تقارير صندوق النقد العربي (قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية) ومواقع الأنترنت الخاصة بسوقي مصر ونيويورك الماليين، وامتدت السلسلة الزمنية سبعة عشر سنة لكل من البلدين ولقد تم استخراج البيانات المطلوبة وتبويبها في جداول لتسهيل عملية أحتساب المؤشرات النقدية والمالية معاً، وكذلك مؤشرات اداء السوق المالي (بلدي العينة)، وفيما يلي الجداول التي تخص المؤشرات القياسية لكلا البلدين.

جدول (14)

المؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006) مليون جنيه مصري

| السنوات | عرض النقود الضيق ($X_1$) | عرض النقود الواسع ($X_2$) | سعر الفائدة على الودائع الثابتة ($X_3$) | سعر صرف الجنيه/الدولار ($X_4$) | الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($X_5$) | الانفاق الحكومي ($X_6$) | الايرادات الضريبية ($X_7$) | الدين العام المحلي ($X_8$) | المؤشر العام لأسعار الأسهم ($Y_1$) | القيمة السوقية ($Y_2$) | احجام التداول ($Y_3$) | معدل دوران السهم ($Y_4$) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 17398.0 | 74669.0 | 12.00 | 2.71 | 52.40 | 30357.0 | 16091.0 | 60949.2 | 85.00 | 5071.0 | 206.20 | 4.06 |
| 1991 | 18803.0 | 91553.0 | 12.00 | 3.25 | 62.70 | 39317.0 | 20446.0 | 71000.0 | 92.00 | 8845.0 | 233.90 | 2.64 |
| 1992 | 21067.0 | 104616.0 | 12.00 | 3.33 | 71.30 | 57846.0 | 31035.0 | 81300.0 | 100.00 | 10845.0 | 371.40 | 3.42 |
| 1993 | 24505.0 | 121692.0 | 12.00 | 3.35 | 79.30 | 63948.0 | 34479.0 | 87300.0 | 149.00 | 12807.0 | 274.90 | 2.13 |
| 1994 | 28293.0 | 136894.0 | 11.80 | 3.39 | 86.40 | 70050.0 | 39605.0 | 95900.0 | 238.00 | 14500.0 | 1214.00 | 8.37 |
| 1995 | 31690.0 | 152027.0 | 10.90 | 3.39 | 100.00 | 73882.0 | 43108.0 | 105000.0 | 213.00 | 27420.0 | 2294.20 | 8.36 |
| 1996 | 35056.0 | 168522.0 | 10.50 | 3.39 | 107.20 | 75598.0 | 40060.0 | 114100.0 | 297.00 | 48100.0 | 8769.20 | 18.23 |
| 1997 | 39052.0 | 193902.0 | 9.80 | 3.39 | 112.10 | 79352.0 | 42450.0 | 125500.0 | 359.00 | 70900.0 | 20282.00 | 28.6 |
| 1998 | 43590.0 | 210487.0 | 9.40 | 3.39 | 116.80 | 73371.0 | 47422.0 | 136700.0 | 382.70 | 83141.0 | 18500.60 | 22.25 |
| 1999 | 48844.0 | 239569.0 | 9.20 | 3.40 | 120.40 | 92032.0 | 58208.0 | 147200.0 | 624.50 | 112365.0 | 32851.00 | 29.23 |
| 2000 | 49750.0 | 255276.0 | 9.50 | 3.50 | 123.70 | 101834.0 | 62120.0 | 164563.0 | 626.16 | 119000.0 | 41744.0 | 34.89 |
| 2001 | 53448.0 | 284873.0 | 9.50 | 3.97 | 126.50 | 109069.0 | 66612.3 | 194800.0 | 613.00 | 111300.0 | 24658.0 | 22.15 |
| 2002 | 59805.0 | 328728.0 | 9.30 | 4.50 | 129.50 | 113764.0 | 69083.8 | 221201.0 | 635.29 | 122388.0 | 25806.0 | 21.09 |
| 2003 | 67212.0 | 384262.0 | 8.20 | 5.85 | 135.60 | 125497.0 | 81579.0 | 252200.0 | 803.18 | 171900.0 | 23039.20 | 13.40 |
| 2004 | 77606.0 | 434911.0 | 7.70 | 6.22 | 150.60 | 141949.0 | 85412.5 | 292700.0 | 1221.17 | 233263.0 | 36124.00 | 15.48 |
| 2005 | 89680.0 | 493879.0 | 7.10 | 5.79 | 157.60 | 169790.0 | 95374.5 | 349100.0 | 2238.0 | 456300.0 | 150859.5 | 33.06 |
| 2006 | 103322.0 | 534682.0 | 6.10 | 5.42 | 170.0 | 192100.0 | 99456.0 | 387700.0 | 2380.0 | 534800.0 | 271111.1 | 50.69 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على ملحق (1) و (3).

## جدول (15)

### المؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق نيويورك للاوراق المالية للمدة (1990 – 2006) بليون دولار

| السنوات | عرض النقود الضيق ($X_1$) | عرض النقود الواسع ($X_2$) | سعر الفائدة على الودائع الثابتة % ($X_3$) | الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($X_5$) | الانفاق الحكومي ($X_6$) | الإيرادات العامة ($X_7$) | الدين العام المحلي ($X_8$) | المؤشر العام لأسعار الأسهم ($Y_1$) | القيمة السوقية ($Y_2$) | احجام التداول ($Y_3$) | معدل دوران السهم % ($Y_4$) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 842.7 | 3290.8 | 8.15 | 85.7 | 1288.1 | 1052.8 | 2565.0 | 1908.4 | 4424.9 | 1336.2 | 30.1 |
| 1991 | 915.6 | 3391.8 | 5.84 | 89.4 | 1325.4 | 1059.8 | 2860.0 | 2426.0 | 5939.8 | 1533.5 | 25.8 |
| 1992 | 1045.6 | 3448.0 | 3.68 | 92.1 | 1428.3 | 1101.41 | 3140.8 | 2539.9 | 6079.2 | 1364.6 | 29.0 |
| 1993 | 1153.3 | 3503.8 | 3.17 | 94.8 | 1401.8 | 1175.2 | 3403.8 | 2739.4 | 7069.2 | 2305.1 | 32.6 |
| 1994 | 1174.2 | 3517.9 | 4.63 | 97.2 | 1462.1 | 1277.5 | 3551.7 | 2653.3 | 6815.6 | 6002.9 | 88.0 |
| 1995 | 1152.1 | 3662.4 | 5.92 | 100.0 | 1513.4 | 1367.2 | 3698.7 | 3484.1 | 8760.7 | 9540.9 | 108.9 |
| 1996 | 1104.5 | 3832.9 | 5.39 | 102.9 | 1585.4 | 1474.7 | 3842.1 | 4148.0 | 9100.0 | 11674.7 | 128.2 |
| 1997 | 1096.9 | 4049.1 | 5.62 | 105.3 | 1621.8 | 1619.5 | 3866.5 | 5405.1 | 11700.0 | 12761.5 | 109.0 |
| 1998 | 1120.4 | 4401.6 | 5.47 | 107.0 | 1693.3 | 1747.7 | 3805.7 | 6299.9 | 13900.0 | 16222.8 | 116.7 |
| 1999 | 1143.3 | 4672.3 | 5.33 | 109.3 | 1701.6 | 1858.3 | 3711.6 | 6876.1 | 16700.0 | 21404.3 | 128.1 |
| 2000 | 1112.3 | 4959.7 | 6.46 | 113.0 | 1788.1 | 2042.7 | 3413.2 | 6945.5 | 17700.0 | 27469.3 | 155.1 |
| 2001 | 1203.5 | 5479.7 | 3.69 | 116.2 | 1902.8 | 1995.3 | 3394.4 | 6236.3 | 15900.0 | 29241.6 | 183.9 |
| 2002 | 1245.0 | 5832.3 | 1.73 | 118.0 | 2044.9 | 1814.4 | 3647.9 | 5000.0 | 13300.0 | 40816.0 | 306.8 |
| 2003 | 1332.1 | 6112.0 | 1.15 | 120.6 | 2191.9 | 1745.1 | 4042.9 | 6464.0 | 17200.0 | 32499.9 | 188.9 |
| 2004 | 1401.3 | 6456.7 | 1.56 | 124.0 | 2326.4 | 1926.2 | 4382.6 | 7250.0 | 19600.0 | 31511.6 | 160.7 |
| 2005 | 1396.8 | 6713.3 | 3.51 | 128.1 | 2515.4 | 2197.3 | 4703.5 | 7754.0 | 21200.0 | 36168.8 | 170.6 |
| 2006 | 1442.8 | 7022.1 | 3.61 | 132.0 | 2693.9 | 2431.3 | 5102.1 | 9138.0 | 25000.0 | 32707.4 | 130.8 |

المصدر: من اعداد الباحث بالأعتماد على ملحق (2) و (4).

## المبحث الثاني: تقدير وتحليل اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوقي مصر ونيويورك للاوراق المالية.

### المطلب الأول:تقدير وتحليل أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق مصر الاوراق المالية.

بعد تحليل البيانات الخاصة بالمؤشرات النقدية والمالية ومؤشرات اداء سوق الأوراق المالية وبعد ادخال البيانات على الحاسوب الالي تم الحصول على الصيغ اللوغارتيمية التي اعتمدت التحليل القياسي وذلك من خلال الاستناد الى المعايير الأحصائية والقياسية وعلى النحو الاتية:

جدول (16)

نتائج الاختبارات الاحصائية والقياسية للنموذج القياسي الأمثل في مصر

| | النموذج Model | T المحسوبة | T الجدولية | R2 | R-2 | F المحسوبة | F الجدولية* | D.W* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| -1 | $Lny_1 = 2.594 + 0.0034 LnX_5$ | 16.844<br>23.000 | 1.753 | 0.972 | 0.971 | 529.014 | 4.59 | (*)1.929 |
| -2 | $Lny_2 = 6.342 + 0.00405 X_5$ | 16.778<br>12.492 | 1.753 | 0.912 | 0.906 | 156.049 | 4.54 | 2.391 |
| -3 | $Lny_3 = 3.806 + 0.008908 LnX_5 - 3.545 LnX_4$ | 6.143<br>15.392<br>-4.621 | 1.762 | 0.971 | 0.967 | 233.976 | 3.81 | 1.930 |
| -4 | $Lny_4 = -29.373 - 9.080 LnX_3 - 58.294 LnX_4 + 48.63 LnX_6 - 31.104 LnX_7$ | -0.516<br>-8.282<br>-8.956<br>3.986<br>-2.913 | 1.782 | 0.945 | 70.167 | 2.369 | | 3.26 |

المصدر: نتائج الحاسب الألكتروني للنموذج القياسي للدراسة بحسب الصيغة (اللوغارتيمية) وبالاعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS) وفقاً لطريقة الأنحدار المتعدد المراحل.

---

(*) القيم الجدولية لـ (t) و (F) و (D.W) تم الحصول عليها من المصادر:

- محمد عبد الرحمن اسماعيل تحديد الانحدار الخطي، مركز البحوث السعودية، 2001، 473 – 479.

النموذج الأول: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير اسعار الأسهم ($y_1$)

أفرز تحليل النموذج القياسي الأول بوصفه أفضل نموذج مختار بعد أن تم اختيار وتقدير تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير المؤشر العام لأسعار الاسهم لسوق مصر المالية ($y_1$) وبالصيغ الخطية واللاخطية، إذ يتضح من هذا النموذج أن هناك متغيراً مستقلاً أساسياً يؤثر في المتغير التابع، إستناداً الى المعايير الأتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات غير المؤثرة في المتغير التابع ($y_1$) لضعف معنوياتها الأحصائية والقياسية.

إذ أن:

| $y_1$ | المؤشر العام لأسعار الأسهم |
|---|---|
| $X_5$ | الرقم القياسي لأسعار المستهلك |

1- المعيار الاحصائي:

تشير المعايير الأحصائية الواردة في الجدول (16) إن النموذج المقدر قد اجتاز الأختبارات الأحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم (T, F) المحتسبة الى القيمة الجدولية لهما عند مستوى معنوية (0.05 و 15) و (0.05 و 1.15) على التوالي مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل ($X_5$) (الرقم القياسي لأسعار المستهلك)، كذلك معنوية النموذج المقدر ككل في حين أن معامل التحديد ($R^2$) قد بلغت (0.972) مما يعني أن الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($X_5$) استطاع تفسير ما نسبته (97.2٪) من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق مصر ($y_1$)، في حين أن حوالي (2.7٪) من التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم تعود الى عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي وذلك لعدم قابليتها على القياس.

2- المعيار القياسي:

ويشير اختبار دوربن واتسون (D.W / Durbin – Watson) الى خلو النموذج المقدر من مشكلة الأرتباط الذاتي عند مستوى معنوية (0.05) إذ بلغت

قيمة (D.W) المحتسبة (1.929) وهي أكبر من الحدين الأدنى (dl=0.874) والأعلى (du=1.102) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4-du) والبالغة (2.898)، إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.929 < 2.898$$

3- المعيار الأقتصادي:

أما فيما يتعلق بالتحليل الأقتصادي، فتشير نتائج التقدير الى أثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك في وجود علاقة طردية بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم ، إذ تعكس معلمة المتغير المستقل ($X_5$) مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالنسبة الى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (1٪) يؤدي الى تغيير المؤشر العام لأسعار الاسهم بنسبة (0.003٪) وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم للتغيرات الحاصلة في الرقم القياسي لأسعار المستهلك وهذا يتفق مع المنطق الأقتصادي والأفتراضات آنفة الذكر، إذ أن الأسهم والسندات تعد حقوقاً على الموجودات الحقيقية التي ينبغي أن تزداد قيمتها مع تضخم الأسعار عموماً، بمعنى أخر أنها وسيلة تحوط أزاء مخاطر ارتفاع المستوى العام للأسعار.

النموذج الثاني: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية ($y_2$)

أشرنا سابقاً الى أن مؤشر القيمة السوقية يمثل قيمة الأسهم الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر عند عدد من المراقبين للأسواق المالية بوصفه مؤشراً لتطور نشاط السوق، ومن ثم فأن أرتفاع القيمة السوقية يدل على أرتفاع مستوى نشاط السوق وتوسعه وتمارس السياسات النقدية والمالية تأثيرها في جميع مؤشرات سوق الاوراق المالية بما فيها مؤشر القيمة السوقية، وقد تم تقدير وأختبار جميع المتغيرات النقدية والمالية المختارة في متغير

القيمة السوقية بالصيغة الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية المثلى هي (اللوغارتيمية) مثلما في جدول (16) إذ أن:

| $y_2$ | مؤشر القيمة السوقية |
|---|---|
| $X_5$ | مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك |

ويتضح من النموذج الأمثل أن هناك متغيراً مستقلاً اساسياً (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) يؤثر في المتغير التابع (القيمة السوقية)، وذلك استناداً الى المعايير الأتية، في حين أستبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة في المتغير التابع لضعف معنويتها الاحصائية والقياسية ولأرتباطها بعلاقة خطية وتشابكية مع المتغير المستقل:

1- المعيار الأحصائي:

تشير المعايير الأحصائية الواردة في الجدول (16) الى أن النموذج المقدر قد أجتاز الاختبارات الاحصائية بنجاح، عندما تجاوزت قيم (T, F) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 و 15) و (0.05 و 1.15) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج، كذلك معنوية النموذج المقدر.

بينما بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2$) (0.912)، مما يؤكد القوة التفسيرية الجيدة للنموذج، إذ أنه استطاع تفسير ما يقارب (91.2٪) من الظاهرة المدروسة، مما يعني أن المتغير المستقل (الرقم القياسي لأسعار المستهلك) استطاع تفسير ما نسبته (91.2٪) من العوامل المؤثرة في مؤشر القيمة السوقية لسوق مصر للاوراق المالية في حين أن حوالي ما نسبته (8.8٪) من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية تعود الى عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي..

2- المعيار القياسي:

كما أستطاع النموذج تجاوز أختبار (D.W) بنجاح فكانت القيمة المحسوبة لـ (D.W) والبالغة (2.391) أكبر من الحديين الأدنى (dl=0.874) و الأعلى

(du=1.102) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (du – 4) والبالغة (2.898)، مما يعني خلو النموذج المقدر من مشكلة الأرتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية المستخدمة عن مستوى معنوية (17 و 0.05)، إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 2.391 < 2.898$$

3- المعيار الأقتصادي:

وتشير النتائج الخاصة بأثر الرقم القياسي لأسعار المستهلك الى وجود علاقة طردية ما بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر القيمة السوقية لسوق مصر للاوراق المالية، إذ تعكس معلمة المتغير ($X_5$) مرونة القيمة السوقية بالنسبة الى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (1٪) يؤدي الى تغيير مؤشر القيمة السوقية بنسبة (0.00405٪) والأتجاه نفسه، وهذا يتفق مع المنطق الأقتصادي والأفتراضات آنفة الذكر، إذ تعتبر الأسهم وسيلة لتخلص من آثار وخطر الأرتفاع في المستوى العام للأسعار، طالما أن الأسهم تعد حقوقاً على الموجودات الحقيقية ومن ثم فأن القيمة السوقية لابد أن تزداد مع تضخم الأسعار عموماً، وفي الوقت نفسه يؤكد هذا النموذج، أن مؤشرات اداء سوق مصر للأوراق المالية هي أكثر حساسية لمؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك عن باقي المؤشرات النقدية والمالية، الأمر الذي يؤكد حرص البنك المركزي المصري من خلال سياسته النقدية على تحقيق الأستقرار الأقتصادي وضمان سلامة النظام المصرفي، لذا فقد وضع اطاراً متكاملاً لأدارة السياسة النقدية مستخدماً منهجية استهدفت التضخم فور توافر المتطلبات الأساسية لذلك وفي الوقت نفسه يؤكد ويعزز مصداقيته وشفافيته، خصوصاً على تحقيق المعدل المستهدف للتضخم عن طريق ادارة اسعار الفائدة قصيرة الأجل، مع الاخذ بنظر الاعتبار تطور الأئتمان والمعروض النقدي.

النموذج الثالث: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول ($y_3$):

يمثل مؤشر حجم التداول مقياساً جيداً لنشاط ودرجة سيولة السوق المالية ودرجتها من خلال أخذ نسبتها للناتج المحلي الأجمالي، والذي يعني قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال فترة زمنية معينة وبالتالي يمكن ان يعطي هذا المؤشر لمراقبي سوق الأوراق المالية تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل، ولقد تم تقدير واختبار تاثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغة الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي الصيغة (اللوغارتيمية)، إذ ان:

| | |
|---|---|
| $y_3$ | مؤشر حجم التداول |
| $X_4$ | مؤشر سعر الصرف |
| $X_5$ | مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك |

ويظهر النموذج الثالث ان هناك متغيرين مستقلين اساسيين يؤثران في حجم التداول في سوق مصر للاوراق المالية ويتمثلان بمؤشر سعر الصرف والرقم القياسي لأسعار المستهلك، أستناداً الى المعايير الآتية بعد أن استبعد برنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الاحصائية والقياسية ولأرتباط جانب منها بعلاقة خطية مع متغيرات النموذج.

**1- المعيار الاحصائي:**

استطاع النموذج المقدر تجاوز الاختبار الأحصائي، عندما تجاوز قيم (T, F) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 و 14) (0.05 و 14 و 2) (جدول 16)، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة ($X_4$ و $X_5$) الداخلة في النموذج المقدر، كذلك المعنوية الاجمالية للنموذج المقدر.

ولقد ازدادت من جوهرية النموذج المقدر بالقيمة العالية التي وصل اليها معامل التحديد ($R^2$) والبالغة (0.971) وهذه القيمة تدل ايضاً على القوة التفسيرية العالية للنموذج المدروس، إذ انها تشير الى أن (97.1٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق مصر للاوراق المالية كان سببها التغيير في الرقم

القياسي لأسعار المستهلك و سعر الصرف، في حين أن حوالي (2.8٪) من التغيرات الاخرى تعود الى عوامل والتي تدخل ضمن متغير الخط العشوائي وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح ($R^{-2}$) والبالغة (0.967) فهي الاخرى كانت قيمة مرتفعة، وبالتالي تؤكد ما سبقت الأشارة اليه في كون النموذج المقدر ذا جودة عالية.

2- المعيار القياسي:

فيما استطاع النموذج تجاوز اختبار (D.W) بنجاح أيضاً، بعد أن بلغت قيمته المحتسبة (1.930) عن مستوى معنوية (170.05 , ) وهي أعلى من الحديين الادنى (dl=0.772) و الأعلى (du = 1.255) وفي الوقت نفسه هي أقل من قيمة (du4 – ) والبالغة (2.745)، مما يؤكد خلو النموذج من مشكلة الأرتباط الذاتي بين المتبقيات العشوائية إذ ان:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.255 < 1.920 < 2.745$$

وطبقاً لأختبار كلاين (Kline Test) الخاص بالكشف عن مشكلة الأرتباط الخطي المتعدد نلاحظ أن قيمة ($R^2$) أكبر من مربع معامل الأرتباط الجزئي بين المتغيرين المستقلين ($X_4$ , $X_5$)، مما يعني عدم وجود مشكلة الأرتباط الخطي المتعدد في النموذج المختار.

$$0.97 \geq (0.838)^2$$

3- المعيار الاقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاصة بالمتغير المستقل ($X_5$) الى وجود علاقة طردية ما بين التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك ومؤشر حجم التداول، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية والأفتراضات الأقتصادية الآنفة الذكر، إذ تعكس معلمة المتغير ($X_5$) مرونة مؤشر حجم التداول بالنسبة الى متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، فتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (1٪) يؤدي الى

تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (0.0089٪) وبالاتجاه نفسه مما يعني مرونة مؤشر التداول للتغييرات الحاصلة في معدلات التضخم على أساس أن أرتفاع معدلات التضخم وبداية فقدان النقود لقوتها الشرائية سيدفع المستثمرين الى حماية مدخراتهم النقدية من مخاطر التاكل للقوة الشرائية، الأمر الذي يدفعهم نحو شراء الأسهم فيزداد بذلك حجم التداول وترتفع الأسعار، ومن جانب أخر يفسر عدد من الاقتصاديين العلاقة الطردية ما بين التضخم وأرتفاع حجم تداول الأسهم وارتفاع اسعارها على أساس ان العديد من الشركات تمتلك مخزوناً سلعياً يسهم في تحديد مستوى الارباح ، ومن ثم فأن ارتفاع المستوى العام للأسعار يعني امكانية بيع هذا الخزين بأسعار عالية مقارنة بأسعار الكلفة، وهذا سينعكس بدوره مباشرةً على مقسوم الأرباح ومن ثم على اسعار الاسهم، مما يؤدي الى زيادة عدد عمليات بيع وشراء اسهم الشركات ذات الأرباح العالية وشرائها.

أما فيما يتعلق بعلاقة سعر الصرف ($X_4$) فتشير التقديرات الخاصة به التي تعكسها معلمة المتغير ($X_4$) الى مرونة مؤشر حجم التداول العالية بالنسبة لمتغير سعر الصرف، فتغيير سعر الصرف بنسبة (1٪) سيؤدي الى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (3.545٪) ولكن بأتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الاقتصادية والافتراضات الآنفة الذكر، فارتفاع قيمة الدولار امام الجنيه المصري يعني انخفاض قيمة الجنيه وبالتالي يدفع المستثمرين الى التخلص من العملة المحلية التي يملكونها بتحويلها الى موجودات مالية (ومنها الأسهم) وبالتالي ارتفاع اسعارها، وفي الوقت ذاته انخفاض قيمة الجنيه نتيجة أرتفاع قيمة الدولار من شانه أن يزيد القدرة التنافسية للشركات المصرية وزيادة صادراتها ومن ثم زيادة ارباحها، والذي بدوره يؤدي الى زيادة اسعار الأسهم الخاصة بها، الأمر الذي يفسر العلاقة العكسية (الأشارة السالبة)، ولكن العلاقة العكسية للتغيير في سعر صرف الجنيه اما مؤشر حجم التداول تتطلب شروط عدة:

أ- عدم أرتفاع الاسعار بنسبة الانخفاض في سعر صرف الجنيه نفسه، إلا أن مثل هذا الأرتفاع من شأنه أن يلغي أثر الانخفاض في سعر الصرف بالنسبة الى المساهمين.

ب- من أجل أن يمارس سعر الصرف تاثيره في الشركات المصدرة للأسهم لابد أن تكون مرونة الطلب الاجنبي على السلع المصرية عالية في الشركات المصدرة للأسهم ولابد أن تكون مرونة الطلب الأجنبي على السلع المصرية عالية $E > 1$.

ج- أرتفاع الاسعار المحلية في البلدان الأخرى (وبخاصة المستوردة للسلع المصرية) لأن ذلك يحد من القدرة التنافسية على السلع المصرية.

بالإضافة لذلك ينعكس الفائض المتحقق على سوق الصرف الاجنبي نتيجة انخفاض قيمة الجنيه المصري وزيادة صافي احتياطيات البنك المركزي من النقد الاجنبي فيعزى ذلك الى صافي التدفق في ميزان المعاملات الراسمالية والمالية، وكذلك نتيجة زيادة الأستثمار الاجنبي بنوعيه (المباشر، ومحفظة الاوراق المالية)، سيسهم في زيادة الطلب على الموجودات المالية ومنها الأسهم، ومن ثم زيادة حجم التداول.

النموذج الرابع: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير معدل دوران السهم ($y_4$):

يمثل هذا المؤشر مقياساً جيداً لسرعة ونشاط السوق المالية، ومن ثم يمكن أن يعطي هذا المؤشر لمراقبي السوق أشارات واضحة حول احتمالات هبوطه أو صعوده في المستقبل، ولقد تم أختبار تاثير المتغيرات النقدية والمالية في هذا المتغير بالصيغ الخطية واللاخطية، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي (اللوغاريتمية) إذ أن:

| | |
|---|---|
| $y_4$ | مؤشر معدل دوران السهم |
| $x_3$ | مؤشر سعر الفائدة |
| $x_4$ | مؤشر سعر الصرف |

| $x_6$ | مؤشر الانفاق الحكومي |
|---|---|
| $x_7$ | مؤشر الأيرادات الضريبية |

ويظهر النموذج الأمثل الرابع أن هناك أربعة متغيرات مستقلة اساسية تؤثر في متغير معدل دورات السهم لسوق الاوراق المالية وهذه المؤثرات هي (مؤشر سعر الفائدة ومؤشر سعر الصرف و مؤشر الانفاق الحكومي ومؤشر الأيرادات الضريبية). إستناداً الى المعايير الأتية، بعد أن استبعد البرنامج المتغيرات المستقلة الأخرى غير المؤثرة، وذلك لضعف معنويتها الأحصائية ولأرتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقلة في النموذج المختار.

1- المعيار الاحصائي:

أثبت النموذج جودته من خلال تجاوزه الاختبارات الاحصائية الموضوعة له بدرجة عالية، إذ أثبتت المتغيرات الداخلة في النموذج معنوية عالية عندما تفوقت قيم (F, T) المحتسبة للقيم الجدولية عند مستوى (0.05 و 12) (0.05 و 12 و4) على التوالي الأمر الذي يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة ($x_7, x_6, x_4, x_3$) الداخلة في النموذج كذلك المعنوية الاجمالية للنموذج المقرر.

وزاد من جوهرية النموذج المقدر القيمة العالية التي وصل اليها معامل التحديد ($R^2$) والبالغة (0.959) والتي تدل على جودة النموذج، إذ انها تشير الى أن النموذج يستطيع تفسير ما نسبته (95.9٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم والتي كانت بسبب المتغيرات المستقلة (سعر الفائدة وسعر الصرف والانفاق الحكومي والايرادات الضريبية) وهي نسبة جيدة ويمكن الاعتماد عليها في الأخذ بالنموذج، وقد عزز تلك النتيجة القيمة الجيدة لمعامل التحديد المصحح ($R^{-2}$) والبالغة (0.945)، في حين ان حوالي (4.1٪) من المتغيرات الاخرى تعود الى عوامل اخرى تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي.

2- المعيار القياسي:

أما أختبار (D.W) فقد استطاع النموذج تجاوزه بنجاح بعد ان بلغت القيمة المحسوبة له (2.369) عند مستوى (0.05 و 17) وهي اعلى من الحدين الادنى ( dl =

0.574) والحد الاعلى (du=1.630) وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4du– ) والبالغة (2.370)، الأمر الذي يؤكد خلو النموذج من وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات العشوائية إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.630 < 2.369 < 2.370$$

كذلك استطاع النموذج تجاوز مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عندما تجاوزت قيمة ($R^2$) مربع الارتباط الجزئي بين المتغيرات المستقلة في النموذج المختار (أنظر ملحق /5).

3- المعيار الأقتصادي:

تشير نتائج التقدير الخاصة بمتغير سعر الفائدة ($x_3$) الى وجود علاقة عكسية فيما بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم، وهذا يتفق مع منطق النظرية الاقتصادية، ولقد عكست معلمة المتغير ($x_3$) مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة الى متغير سعر الفائدة، فتغير ($x_3$) بنسبة (1٪) يؤدي الى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (9.08٪) وبالاتجاه نفسه، مما يعني المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق مصر للاوراق المالية ازاء تقلبات اسعار الفائدة على الودائع الثابتة، وهذا يتفق مع ما ذهبنا اليه من أن اسعار الفائدة والعائد الذي حققه المستثمرون في الودائع المصرفية يدفع العديد منهم نحو بيع جزء أو كليهما من اسهمهم والتوجه نحو الاستثمارات البديلة على اعتبار ان ايداع اموالهم في المصارف وبفوائد عالية أفضل من تحمل مخاطر الأستثمار في الأسهم، أما التقدير الخاص بمتغير سعر الصرف ($x_4$) فتشير معلمة ($x_4$) الى مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة الى متغير سعر الصرف، بمعنى أخر أن تغير سعر الصرف بنسبة (1٪) ذلك يؤدي الى تغيير معدل دوران السهم بنسبة (58.2٪) ولكن بأتجاه معاكس وهذا يخالف منطق النظرية الأقتصادية، إلا أن ذلك تم تسويغه في الفقرة السابقة، بينما يشير التقدير بمتغير ($x_6$) الى وجود علاقة طردية فيما بين الانفاق الحكومي ومؤشر معدل

دوران السهم إذ تعكس معلمة المتغير ($x_6$) المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة الى متغير الانفاق الحكومي، فتغير الانفاق الحكومي بنسبة (1٪) يؤدي ذلك الى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (48.6٪)، إذ أن تغير حجم الانفاق الحكومي من شأنه التأثير في كلا من دالة الاستهلاك والإستثمار معاً ومن خلالهما التأثير في حجم الدخل القومي والذي بدوره ستنعكس على زيادة ارباح الشركات وبالتالي يدفع بأتجاه زيادة الطلب على اسهمها مما يترتب عليه زيادة في أسعارها مما يؤكد العلاقة الطردية، في حين افصح التقدير الخاص بمتغير الأيرادات الضريبية عن وجود علاقة عكسية بين الأيرادات الضريبية ($x_7$ ) ومؤشر معدل دوران السهم، وتعكس معلمة المتغير ($x_7$) مرونة عالية لمؤشر معدل دوران السهم بالنسبة الى متغير الإيرادات الضريبية، أي ان تغير الأيرادات الضريبية بنسبة (1٪) سيؤدي الى تغيير مؤشر معدل دوران السهم بنسبة (31.1٪) وهذا يتفق مع ما أكدته الأفتراضات النظرية بأعتبار أن خفض معدلات الضريبة سيؤدي الى زيادة الدخل الخاص، وطالما أن الدخل يكتسب بصورة أجور او ارباح أو فوائد أو ربح فأن الزيادة تسلك ثلاثة سبل زيادة الطلب على السلع والخدمات، زيادة الطلب على النقود على السندات، وخلق حوافز لبذل جهد اضافي في العمل والأستثمار وفي جميع الاحوال فأن ذلك سيعمل على زيادة الطلب على الأسهم في سوق الأوراق المالية، مما تترتب عليه زيادة معدل دوران السهم ومن ثم فأن ما تم التوصل اليه يتفق مع منطق النظرية الأقتصادية.

**المطلب الثاني: تقدير وتحليل أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك للاوراق المالية**

بعد تحليل البيانات المعبرة عن مؤشرات السياسات النقدية والمالية واداء سوق نيويورك المالي، تم أدخال تلك البيانات مثلما في الجدول (17) على الحاسوب الألي وبالصيغ الخطية واللاخطية، إذ تم الحصول على الصيغ اللوغارتيمية المثلى والتي اعتمدت في التحليل القياسي وذلك من خلال الأستناد الى المعايير الاحصائية والقياسية وعلى النحو الاتي:

## جدول (17)

## نتائج الاختبارات الاحصائية والقياسية للنموذج القياسي الأمثل في الولايات المتحدة

| | النموذج | T المحسوبة | T الجدولية | R2 | R-2 | F المحسوبة | F الجدولية | D.W |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| -1 | $Lny_1 = -4.726 + 1.786 LnX_7$ | -6.211<br>17.314 | 1.753 | 0.952 | 0.949 | 299.782 | 4.54 | 1.424 |
| -2 | $Lny_2 = -3.988 + 1.827 LnX_7$<br>$- 0.002943 LnX_3$ | -5.508<br>19.278<br>-2.174 | 1.762 | 0.972 | 0.968 | 240.146 | 3.81 | 1.955 |
| -3 | $Lny_3 = -22.432 + 4.310 LnX_7$ | -8.250<br>11.694 | 1.753 | 0.901 | 0.895 | 136.739 | 4.54 | 1.753 |
| -4 | $Lny_4 = -303.936 + 3.955 LnX_5$ | -3.191<br>4.519 | 1.753 | 0.577 | 0.548 | 20.419 | 1.094 | |

المصدر: نتائج الحاسب الألكتروني للنموذج القياسي للدراسة بحسب الصيغة اللوغارتيمية وبالإعتماد على البرنامج الاحصائي (SPSS) وفقاً لطريقة الأنحدار المتعدد المراحل.

### النموذج الأول: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير اسعار الأسهم ($y_1$)

أفرز تحليل النموذج القياسي الأول، إن النموذج المختار يمثل أفضل نموذج بعد أن تم تقدير وأختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير المؤشر العام لأسعار أسهم سوق نيويورك للاوراق المالية، إذ أن:

| | |
|---|---|
| $y_1$ | المؤثر العام لأسعار الاسهم |
| $x_7$ | مؤشر الأيرادات العامة |

ويتضح من النموذج الأمثل المختار أن هناك متغيراً مستقلاً اساسياً (الأيرادات العامة) يؤثر في المتغير التابع (المؤشر العام لأسعار الأسهم) في سوق نيويورك المالي، استناداً الى المعايير الأحصائية والقياسية الاتية، بعد ان استبعد بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنيوتها الاحصائية والقياسية ولأرتباط بعضها بعلاقة خطية مع المتغير المستقل في النموذج المختار.

1- المعيار الاحصائي:

تشير المعايير الاحصائية الواردة في جدول (17) الى ان النموذج المقدر قد تجاوز الاختبارات الاحصائية بنجاح، بعد أن فاقت قيم (T, F) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 – 15) (0.05 – 15 – 1) مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الاجمالية للنموذج المقدر.

ومما يؤكد القوة التفسيرية العالية الجودة في النموذج قيمة معامل التحديد ($R^2$)، إذ بلغت قيمة ($R^2$) (0.959)، وهذا يعني ان المتغير المستقل (الأيرادات العامة / $x_7$) استطاع تفسير ما نسبته (95.9٪) من العوامل المؤثرة في المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق نيويورك المالي، وأن حوالي (4.9٪) من المتغيرات الاخرى تعود الى عوامل اخرى تدخل ضمن المتغير العشوائي.

2- المعيار القياسي:

استطاع النموذج اجتياز اختبار (Durbin – Watson / D.W) بنجاح وعند مستوى معنوية (0.05 – 17))، فكانت قيمة (D.W) المحسوبة والبالغة (1.424) هي أكبر من الحدين الادنى (dl = 0.874) والحد الاعلى (du = 1.102)، وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (4du – ) والبالغة (2.898 )، مما يؤكد بالإضافة الى المعنوية الاجمالية خلو النموذج المقدر من مشكلة الأرتباط الذاتي ( Auto correlation Problem) بين المتبقيات العشوائية في السلسلة الزمنية إذ ان:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.424 < 2.898$$

3- المعيار الأقتصادي:

اما فيما يتعلق بالتحليل الأقتصادي، تعكس معلمة المتغير ($x_7$) مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق نيويورك بالنسبة الى متغير الأيرادات العامة، مما يؤكد ذلك أن تغير الأيرادات العامة بنسبة (1٪) سيؤدي ذلك الى تغيير المؤشر

العام لأسعار الاسهم بنسبة (1.78٪) (كون العلاقة المقدرة لوغارتيمية)، ولكن حصل عكس منطق النظرية الأقتصادية، وذلك لأن معظم الأيرادات العامة هي ايرادات ضريبية والتي تدفع بأتجاه تمويل برنامج الضمان الاجتماعي والرعاية الصحية وتشكل اهمية نسبية كبيرة في الولايات المتحدة، إذ تمارس الحكومة في الولايات المتحدة تمويل الضريبة الى الخلف أي الى مقدمي عوامل الأنتاج (مالكي العمالة والارض والعوامل الأخرى) والذين سيجدون أنفسهم يتقاضون أجوراً وايجارات وأسعار عوامل الأخرى أقل مما كانوا يتمتعون به لو لم تكن هناك اية ضرائب وفي نتائج دراسة لواقع جميع اشكال الضرائب والمدفوعات التحويلية النقدية في الولايات المتحدة أثبتت تفوق المدفوعات التحويلية وكأن الضرائب سالبة ودفعت بأتجاه سالب، فضلاً عن ذلك شهدت الولايات المتحدة في القرن الماضي نمواً مطرداً في حجم حكومتها وكذلك الاهداف المنوطة بها، إذ تولت الحكومة الفدرالية الكثير من المؤسسات ومنها بناء السدود ووضع اللوائح التنظيمية لمنشآت الطاقة وساندت برامج دعم الدخل وسنت الضمان... الخ، الأمر الذي اسهم في زيادة الدخول الشخصية ومن ثم زيادة القوة الشرائية وزيادة طلب الأفراد على السلع والخدمات وزيادة الانتاج ومن ثم زيادة أرباح الشركات مما انعكس على زيادة أسعار الأسهم على الرغم من زيادة معدلات الضريبة، وهذا ما قد يفسر العلاقة الطردية المخالفة لمنطق النظرية الأقتصادية.

**النموذج الثاني: تقدير وتحليل أثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية ($y_2$)**

تم أختيار وتقدير تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير القيمة السوقية، فكانت أفضل الصيغ القياسية هي (اللوغارتيمية)، إذ أن:

| | |
|---|---|
| $y_2$ | مؤشر القيمة السوقية |
| $x_3$ | مؤشر سعر الفائدة |
| $x_7$ | مؤشر الأيرادات العامة |

ويظهر من النموذج الأمثل المختار أن هناك متغيرين اساسيين هما (سعر الفائدة والايرادات العامة) يؤثران في مؤشر القيمة السوقية، استناداً الى المعايير الاتية بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الاحصائية والقياسية ولأرتباط بعض منها بعلاقة خطية مع متغيرات المستقلة في النموذج المختار.

**1- المعيار الاحصائي:**

استطاع النموذج اجتياز الاختبارات الاحصائية الموضوعة بنجاح، عندما تجاوز قيم (F, T) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 و 14) (0.05 و 14 و 2) على التوالي ومثلما في جدول (17)، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الاجمالية للنموذج المقدر.

بينما بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2$) (0.972)، مما يؤكد القوة التفسيرية العالية للنموذج المقدر، إذ أنها تشير الى أن حوالي (97.2٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر القيمة السوقية وكانت بسبب التغيير الحاصل في متغير الأيرادات العامة وسعر الفائدة وأن حوالي (2.8٪) من المتغيرات الاخرى تعود الى عوامل فنية داخلية اخرى، وقد أكدت هذه النتيجة قيمة معامل التحديد المصحح ($R^{-2}$) والبالغة (0.968).

**2- المعيار القياسي:**

استطاع النموذج تجاوز الاختبار القياسي واكد خلو من مشاكلات الأرتباط الذاتي والتعدد الخطي، عندما بلغت قيمة (D.W) (1.955) وهي اعلى من الحدين الأدنى (dl = 0.772) و الاعلى (du=1.255) وفي الوقت نفسه ادنى من قيمة (4 – du) والبالغة 2.745 بينما يؤكد خلوا النموذج من مشكلة الأرتباط الذاتي إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.255 < 1.955 < 2.745$$

وطبقاً لأختبار كلاين (Kline test) الخاص بالكشف عن مشكلة الأرتباط الخطي المتعدد نلاحظة أن قيمة ($R^2$) أكبر من مربع الارتباط الجزئي بين المتغيرين المستقل ($x_3$ و $x_7$) أي أن:

$$0.97 \geq (0.386)^2$$

مما يعني عدم وجود مشكلة الأرتباط الخطي المتعدد في النموذج المختار.

3- المعيار الأقتصادي:

اما فيما يتعلق بالتحليل الأقتصادي والذي تعكسه معلمات واشارات المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج المقدر، إذ فأن معلمة المتغير ($x_7$) لها مرونة مؤثرة في القيمة السوقية لسوق نيويورك بالنسبة لمتغير الايرادات العامة، أي ان تغير الايرادات العامة بنسبة (1٪) سيؤدي الى تغيير مؤشر القيمة السوقية بنسبة (1.82٪)، ولكن بشكل يخالف منطق النظرية الاقتصادية، إلا أن ذلك تم تفسيره في الفقرة السابقة، في حين تعكس معلمة المتغير ($x_3$) مرونة مؤشر القيمة السوقية لمتغير سعر الفائدة، أي أن تغير سعر الفائدة بمقدار (1٪) يؤدي الى تغيير القيمة السوقية بمقدار (0.002٪) وبالاتجاه نفسه، وهذا يعني مرونة مؤشر القيمة السوقية ازاء تقلبات اسعار الفائدة على الودائع الثابتة، والذي بدوره يؤكد العلاقة العكسية بينهما وهذا يتفق مع منطق النظرية الأقتصادية والأفتراضات الآنفة الذكر، التي تؤكد أن أرتفاع اسعار الفائدة على الودائع والعائد الذي يحققه المستثمرون في الودائع المصرفية الثابتة يدفعهم نحو بيع جزء أو كل من اسهمهم أو كليهما والتوجه نحو الاستثمارات البديلة، بوصفه ان ايداع اموالهم في المصارف وبفوائد عالية افضل من تحمل مخاطر تقلبات اسعار الأسهم فضلاً عن ذلك ان البنك الاحتياطي الفدرالي اعتبر ان سعر الفائدة هو الخيار الافضل امامه لكبح حجم التضخم المرتفع، لذا ازدادت اهمية هذا المؤشر في الولايات الامريكية وبقية البلدان المتقدمة بوصفه جزءاً من سياستها النقدية لمحاربة التضخم.

النموذج الثالث: تقدير وتحليل اثر المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول (y3)

تم تقدير واختبار تأثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير حجم التداول وكانت افضل الصيغ القياسية هي (اللوغارتيمية) إذ أن:

| | |
|---|---|
| $y_3$ | مؤشر حجم التداول |
| $x_7$ | مؤشر الأيرادات العامة |

ويظهر من النوذج الثالث انه هو الافضل في التقدير، وان هناك متغيراً مستقلاً اساسياً وهو (الايرادات العامة) يؤثر في مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك الاوراق المالية، استناداً الى المعايير الاتية، بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الاحصائية ولأرتباط جانب منها بعلاقة خطية مع المتغيرات المستقل في النموذج المختار.

1- المعيار الأحصائي:

استطاع هذا النموذج تجاوز الاختبارات الاحصائية بنجاح عندما تجاوزت قيم (F, T) المحتسبة الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 – 15) و (0.05 – 15–1) على التوالي في نحو ما في في الجدول (17)، مما يؤكد المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج وكذلك المعنوية الاجمالية للنموذج المقرر.

وزادت من جوهرية النموذج قيمة معامل التحديد ($R^2$) وذلك عندما بلغت (0.901) وهذا يعني ان حوالي (90.1٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك للاوراق المالية كانت بسبب التغير الحاصل في الأيرادات العامة، وان حوالي (9.9٪) من التغييرات الاخرى التي تدخل ضمن متغير الخطأ العشوائي فيها.

2- المعيار القياسي:

استطاع النموذج تجاوز اختيار (D.W) عندما بلغت القيمة المحتسبة له (1.753) وهي أعلى من قيمة الحديين الادنى (dl = 0.874) والأعلى (du=1.102)

وفي الوقت نفسه أقل من قيمة (du4 – ) والبالغة (2.898)، وعند مستوى معنوية (0.05 – 17)، الأمر الذي يؤكد خلو النموذج من الارتباط الذاتي إذ أن:

$$du < D.W < 4 - du$$

$$1.102 < 1.753 < 2.898$$

3- المعيار الأقتصادي:

فيما يتعلق بالتحليل الأقتصادي، فقد اشارت التقديرات الخاصة بالنموذج المقرر، أن معلمة المتغير المستقلة ($x_7$) وتعكس مرونة مؤشر حجم التداول لسوق نيويورك المالي بالنسبة لمتغير الأيرادات العامة، إذ أن تغير الايرادات العامة بنسبة (1٪) سيؤدي الى تغيير مؤشر حجم التداول بنسبة (4.3٪) (كون العلاقة المقدرة لوغارتيمية)، مما يؤكد المرونة العالية لمؤشر حجم التداول اتجاه متغير الايرادات العامة على الرغم من مخالفة النموذج لمنظور النظرية الاقتصادية والذي سبق ان تم تسويغه في الفقرات السابقة.

النموذج الرابع: تقدير وتحليل اثر المتغيرات النقدية في متغير معدل دوران السهم ($y_4$)

تم تقدير واختبار تاثير المتغيرات النقدية والمالية في متغير معدل دوران السهم، فكان افضل الصيغ القياسية الصيغة اللوغاريتيمة إذ أن:

| | |
|---|---|
| $y_4$ | مؤشر معدل دوران السهم |
| $x_5$ | مؤشر الرقم القياسي لأسعار المستهلك |

ويظهر النموذج الرابع في التقدير وأن هناك متغيراً مستقلاً اساسياً (الرقم القياسي لأسعار المستهلك / معدل التضخم) يؤثر في مؤشر معدل دوران السهم لسوق نيويورك الأوراق المالية، استناداً الى المعايير الاتية، بعد أن استبعد البرنامج بقية المتغيرات المستقلة لضعف معنويتها الاحصائية والقياسية ولأرتباط جانب منها بعلاقة خطية مع المتغير المستقل في النموذج المقرر.

1- المعيار الاحصائي:

تجاوزت قيمة (T, F) المحتسبة القيم الجدولية عند مستوى معنوية (0.05 –15) و (0.05 – 15 – 1) على التوالي كما في جدول (17)، الأمر الذي يؤكد تجاوز النموذج الأختبارات الأحصائية، كذلك المعنوية الكاملة للمتغير المستقل الداخل في النموذج والذي بدوره يعزز المعنوية الاجمالية للنموذج المقرر.

وبلغت قيمة معامل التحديد ($R^2$) في النموذج المقرر (0.577)، إذ انها تشير الى ان ما نسبته (57.7٪) من التغيرات الحاصلة في مؤشر معدل دوران السهم إذ كانت بسبب التغيير في الرقم القياسي لاسعار المستهلك (معدل التضخم)، وأن حوالي ما نسبته (42.3٪) من التغيرات الاخرى كانت بسبب عوامل اخرى تدخل ضمن المتغير العشوائي.

2- المعيار القياسي:

بلغت قيمة (D.W) (1.094) عند مستوى معنوية (0.05 – 17) وهي اعلى قيمة الحدين الادنى (dl = 0.89) ولكنها اقل من قيمة الحد الاعلى (dl = 1.102) ومن ثم فأن قيمة D.W، تقع في منطقة عدم الحسم،وقد يكون السبب في وجود مشكلة في خطأ في صيغة النموذج وليس بسبب ارتباط الأخطاء ومن ثم يمكن قبول النموذج.

3- المعيار الأقتصادي:

لم يخرج النموذج عن منطق النظرية الأقتصادية، إذ اشارت التقديرات الخاصة بمتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك (معدل التضخم) الى وجود علاقة طردية بينه وبين مؤشر معدل دوران السهم، إذ تؤكد هذه العلاقة معلمة المتغير المستقل ($x_5$) والتي تعكس المرونة العالية لمؤشر معدل دوران السهم لسوق نيويورك للاوراق المالية لمتغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك، أي أن تغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك بنسبة (1٪) سيؤدي الى تغيير معدل دوران السهم بنسبة (3.95٪) (كون العلاقة لوغارتيمية) وبالاتجاه نفسه وهذه النتيجة تتفق مع الأفتراضات

النظرية السابقة، خصوصاً وأن التضخم في الولايات المتحدة قد تغذى في السنوات الاخيرة على الاسعار المرتفعة للاسهم وفيض من الاستثمارات في التكنولوجيا الجديدة (الكومبيوتر والانترنت والاتصالات، وثقة استهلاك لا حدود لها)، مستمدة شجاعة اضافية من معدلات البطالة المنخفضة وسيادة عقلية الأثراء السريع، فضلاً عن أن الأرتفاع المستمر للأسعار يدفع الأفراد الى التخلي عن النقود وزيادة الطلب على الموجودات المالية ومنها الأسهم فترتفع اسعارها مع معدلات التضخم المرتفع.

**المبحث الثالث: نتائج تحليل اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين (دراسة مقارنة):**

بعد تحليل نتائج النموذج القياسي اصبح لدينا تصور واضح يدفعنا باتجاه تحديد نتائج التحليل أثر المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية، وفي كل من سوقي مصر ونيويورك الماليين، وكان هذا المبحث يتضمن ثلاثة مطالب هي:

المطلب الأول: نتائج تحليل اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية.

المطلب الثاني: نتائج تحليل اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك للاوراق المالية.

المطلب الثالث: دراسة مقارنة نتائج أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين.

المطلب الاول: نتائج تحليل أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق مصر المالي.

افرزت نتائج النماذج القياسية تأثير المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات سوق مصر المالي مثلما في الجدول (18) و (19)، إذ أتضح لنا أن المؤشرات النقدية والمالية كان لها تأثير في مؤشرات اداء سوق مصر، وقد جاء تأثير السياسة النقدية

بالدرجة الاولى، فكان تأثيرها في جميع مؤشرات الاداء الأربعة، وخصوصاً في جانب مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل دوران السهم، اذ كان تاثير متغير الرقم القياسي لأسعار المستهلك واضحاً وذلك من خلال تاثيره في المؤشر العام لأسعار الاسهم ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول، وجاء بعد ذلك متغير سعر الصرف الذي تركز تاثيره في مؤشري حجم التداول ومعدل دوران السهم في حين اقتصر تاثير متغير سعر الفائدة على مؤشر معدل دوران السهم، ومن خلال تلك النتائج نلاحظ تركز السياسة النقدية في مؤشر معدل دوران السهم وذلك عندما أثر كل من متغير سعر الصرف والفائدة عليه، ولم تفرز لنا النماذج القياسية تأثير المتغير الرابع للسياسة النقدية وهو (عرض النقود) وذلك لأرتباطه بعلاقة خطية مع متغيرات السياسة النقدية الأخرى.

اما فيما يتعلق بتأثير السياسة المالية في مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية، فقد افرزت نتائج النماذج القياسية تأثيرها في مؤشر معدل دوران السهم، إذ أثر كل من متغير الانفاق الحكومي والأيرادات الضريبية في هذا المؤشر، مما يعني ان السياسة المالية قد تركز تأثيرها في مؤشر معدل دوران السهم، في الوقت الذي لم تفرز لنا نتائج النماذج القياسية تأثير متغير السياسة الأخر (متغير الدين المحلي الحكومي العام) وذلك لضعف معنويته الاحصائية ولأرتباطه بعلاقة خطية مع متغيرات السياسة المالية الاخرى (أنظر الجدول 18 و 19) والشكل (56) يوضح تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشر اداء سوق مصر الأوراق المالية.

جدول (18)

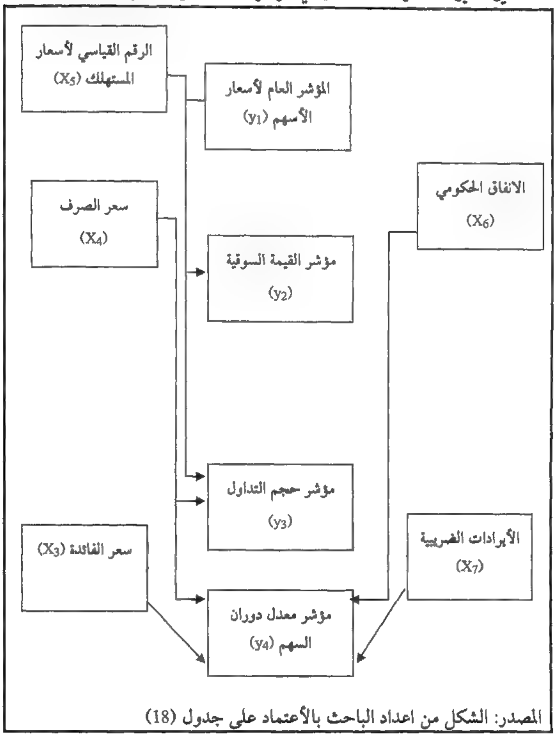
نتائج تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق مصر المالي

| السياسة النقدية | | السياسة المالية | |
|---|---|---|---|
| متغير السياسة | مؤشرات أداء الاوراق المالية | متغير السياسة | مؤشرات سوق الاوراق المالية |
| الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($x_5$) | المؤشر العام لأسعار الأسهم ($y_1$) | الانفاق الحكومي $x_6$ | مؤشر معدل دوران السهم ($y_4$) |
| الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($x_5$) | مؤشر القيمة السوقية ($y_2$) | الايرادات الضريبية $x_7$ | مؤشر معدل دوران السهم ($y_4$) |
| الرقم القياسي لأسعار المستهلك ($x_5$) | مؤشر حجم التداول ($y_3$) | | |
| سعر الصرف ($x_4$) | مؤشر حجم التداول ($y_3$) | | |
| سعر الصرف ($x_4$) | مؤشر معدل دوران السهم ($y_4$) | | |
| سعر الفائدة ($x_3$) | مؤشر معدل دوران السهم ($y_4$) | | |
| 6 | | 2 | |

المصدر: تم اعداد الجدول من لدن الباحث بالاعتماد على النتائج القياسية.

شكل (56)

تأثير متغيرات السياسات النقدية في مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالأعتماد على جدول (18)

## جدول (19)

## نتائج تحليل تأثير المتغيرات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق مصر الاوراق المالية

| المتغير التابع / المتغير المستقل | عرض النقود (MS1) $(x_1)$ | عرض النقود (MS2) $(x_2)$ | سعر الفائدة $(x_3)$ | سعر الصرف $(x_4)$ | الرقم القياسي لأسعار المستهلك $(x_5)$ | الانفاق العام $(x_6)$ | الايرادات الضريبية $(x_7)$ | الدين المحلي الحكومي $(x_8)$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| المؤشر العام لأسعار الأسهم $y_1$ | | | | | √ | | | |
| مؤشر القيمة السوقية $y_2$ | | | | | √ | | | |
| مؤشر حجم التداول $y_3$ | | | | √ | √ | | | |
| مؤشر معدل دوران السهم $y_4$ | | | √ | √ | | √ | √ | |

المصدر: تم اعداد الجدول من لدن الباحث بالأعتماد على نتائج النماذج القياسية.

وبذلك يكون تأثير السياسة النقدية في مؤشرات اداء سوق مصر الأوراق المالية اكثر من تأثير السياسة المالية خصوصاً بعد أن جمعت السياسة النقدية (6) نقطة، في حين ان السياسة المالية جمعت (2) نقطة، ومن حيث المتغيرات فكان تأثير الرقم القياسي لاسعار المستهلك هو الاكبر من بين المتغيرات النقدية المدروسة، إذ كان تأثيره بـ (3) نقاط، جاء بعدة متغير سعر الصرف بـ (2) نقطة، في حين اقتصر تاثير كلاً من متغير سعر الفائدة والانفاق الحكومي الإيرادات الضريبية بـ (1) نقطة واحدة (انظر الجدول 19) وهذه النتائج تتفق مع طبيعة الأقتصاد المصري، خصوصاً وأن السلطة النقدية تسعى جاهدة الى تحقيق الاستقرار الأقتصادي وضبط معدلات التضخم المرتفعة، بالإضافة الى ذلك فان السوق المالي في مصر لازالت سوقاً غير كفوءة وغير فعال، فضلاً عن ذلك انخفاض الوعي الاستثماري لاغلب المتعاملين فيه.

المطلب الثاني: نتائج تحليل اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك الاوراق المالية

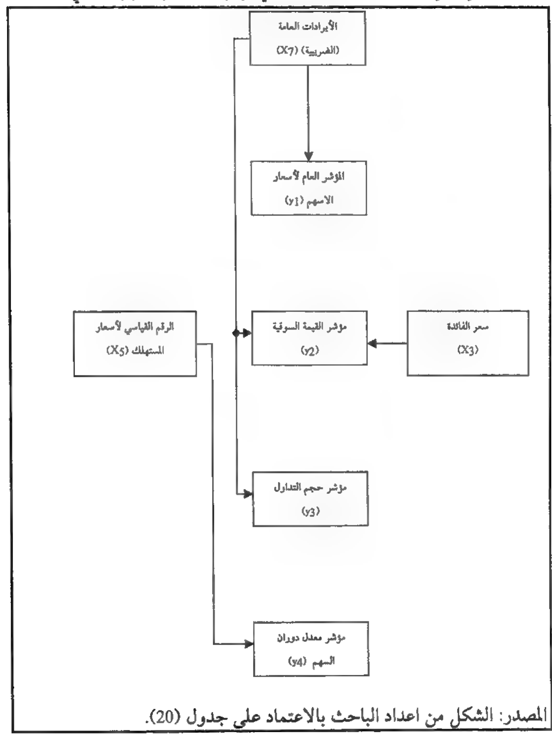
أفرزت نتائج النماذج القياسية تأثير المؤشرات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك الأوراق المالية وكما في الجدولين (20 و 21) إذ يتضح ان للمؤشرات النقدية والمالية أثر في مؤشرات اداء السوق، وقد جاء تأثير السياسة المالية اولاً إذ اثرت المؤشرات المالية في ثلاث مؤشرات لأداء السوق وذلك من خلال تأثير متغير الايرادات العامة في كل من المؤشر العام للاسعار الاسهم ومؤشر القيمة السوقية ومؤشر حجم التداول، ولذا فقد تركز تأثير السياسة المالية من خلال متغير واحد وهو متغير الايرادات العامة (الأيرادات الضريبية) في الوقت الذي لم تفرز لنا النتائج القياسية تأثير باقي متغيرات السياسة المالية (الانفاق الحكومي وحجم الدين المحلي الحكومي) لضعف معنويتها الاحصائية ولأرتباطها بعلاقة خطية مع متغير الأيرادات العامة. اما بالنسبة لتأثير السياسة النقدية في مؤشرات اداء سوق نيويورك، فقد افرزت نتائج النماذج القياسية تأثير مؤشر كل من مؤشر سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك في مؤشري القيمة

السوقية ومعدل دوران السهم على التوالي مما يعني ان السياسة النقدية قد تركز تأثيرها في مؤشرات السوق على متغيرين اساسيين هما (سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك)، وخصوصاً ان الاحتياطي الفدرالي يعتمد بالدرجة الأساس على مواجهة التضخم بسلاح سعر الفائدة، فضلاً عن ذلك فأن سوق نيويورك يعتمد الشفافية والوعي الأستثماري لجميع المتعاملين فيه، فضلاً عن امتلاك الولايات المتحدة سوقاً نقدياً متطوراً يمكن أن يتحدد فيها سعر الفائدة عبر آلية السوق، هذا ولم تفرز نتائج النماذج القياسية في تأثير متغير سعر الصرف وعرض النقود لضعف معنويتهما الاحصائية ولأرتباطهما بعلاقة خطية مع متغير سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك.

وبذلك يكون تأثير السياسة المالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك للأوراق المالية أكثر بمقدار مرة واحدة من السياسة النقدية، وذلك عندما جمعت السياسة المالية (3) نقطة،بينما جمعت السياسة النقدية (2) نقطة، مما يعني ان هناك تنسيقاً عالياً ما بين السياسة النقدية والمالية في الولايات المتحدة ولقد كان تأثير متغير الايرادات العامة هو الاكبر من بين متغيرات السياسة المالية المدروسة، إذ كان تأثيرها بـ (3) نقاط، في حين اقتصر تأثير سعر الفائدة والرقم القياسي لأسعار المستهلك على (1) نقطة واحدة (انظر الجدول /21)، والشكل الاتي يوضح تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك الاوراق المالية.

## شكل (57)

تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك المالي




المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول (20).

جدول (20)

نتائج تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك للأوراق المالية

| السياسة النقدية | | السياسة المالية | |
|---|---|---|---|
| المتغير | مؤشر اداء سوق الأوراق المالية | المتغير | مؤشر اداء سوق الأوراق المالية |
| سعر الفائدة $x_3$ | مؤشر القيمة السوقية ($y_2$) | الايرادات العامة $x_7$ | المؤشر العام لأسعار الأسهم ($y_1$) |
| الرقم القياسي لأسعار المستهلك $x_5$ | مؤشر معدل دوران السهم ($y_4$) | الايرادات العامة $x_7$ | مؤشر القيمة السوقية ($y_2$) |
| | | الايرادات العامة $x_7$ | مؤشر حجم التداول ($y_3$) |
| 2 | | 3 | |

المصدر: تم اعداد الجدول من لدن الباحث بالاعتماد على نتائج النماذج القياسية

جدول (21)

نتائج أثر متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء سوق نيويورك المالي

| المتغير التابع / المتغير المستقل | عرض النقود MS1 $X_1$ | عرض النقود MS2 $X_2$ | سعر الفائدة $X_3$ | الرقم القياسي لأسعار المستهلك $X_5$ | الانفاق الحكومي $X_6$ | الايرادات العامة $X_7$ | الدين المحلي الحكومي $X_8$ |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| المؤشر العام لأسعار الأسهم y1 | | | | | | √ √ | |
| مؤشر القيمة السوقية y2 | | | √ | | | | |
| مؤشر حجم التداول y3 | | | | | | √ | |
| مؤشر معدل دوران السهم y4 | | | | √ | | | |

المصدر: تم اعداد الجدول بالأعتماد على نتائج النماذج القياسية.

المطلب الثالث دراسة مقارنة النتائج أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين:

بجمع أثر السياسات النقدية والمالية في سوقي مصر ونيورك المالي كماموضح في الجدولين (22 / 23)،نجد ان السياسة النقدية كانت أكثر تأثيراً من السياسة المالية، بعد أن جمعت (8) نقاط مقابل (5) نقاط للسياسة المالية، في الوقت الذي جاء فيه تأثير السياسة النقدية اكبر من السياسة المالية في مؤشرات اداء سوق مصر المالي، بينما جاء تأثير السياسة المالية اكبر بمقدار (1) نقطة واحدة في مؤشرات اداء سوق نيويورك المالي من السياسة النقدية (أنظر الجدول 22).

اما من حيث تأثير متغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين، فأننا نجد ان متغير كلاً من الرقم القياسي لأسعار المستهلك والأيرادات العامة هي الأشد تأثير بـ (4) نقاط، تلاه متغير كلا من سعر الصرف والفائدة بـ (2) نقطة وأقتصر تأثير المتغير الانفاق الحكومي علي (1) نقطة واحدة (أنظر الجدول 23).

جدول (22)

نتائج تأثير السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين

| السياسات | نقاط التأثير | | المجموع |
|---|---|---|---|
| | سوق مصر للاوراق المالية | سوق نيويورك للاوراق المالية | |
| السياسة النقدية | 6 | 2 | 8 |
| السياسة المالية | 2 | 3 | 5 |

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالأعتماد على الجدولين (18 و 20)

## جدول (23)

## مقارنة نتائج تحليل اثر المتغيرات السياسات النقدية والمالية في مؤشرات اداء السوقين

| المتغيرات المستقلة | مؤشرات اداء سوق نيويورك المالي | | | | مؤشرات اداء سوق مصر المالي | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | y4 | y3 | y2 | y1 | y4 | y3 | y2 | y1 |
| x5 | √ | | | | | √ | √ | √ |
| x7 | | √ | √ | √ | √ | | | |
| x4 | | | | | √ | √ | | |
| x3 | | | √ | | √ | | | |
| x6 | | | | | √ | | | |

المصدر: من أعداد الباحث بالاعتماد على الجدولين (19 و 21)

# الملاحق

## ملحق (1)

### تطور مؤشرات عرض النقد والناتج المحلي الاجمالي في مصر للمدة (1990 – 2006) مليون جنيه

| السنوات | G.D.P بالأسعار الجارية | نسبة التغير السنوي | النقد المتداول خارج المصرف (1) | الودائع الجارية بالعملة المحلية للقطاع الخاص (2) | MS1 3=2+1 | النسبة التغير السنوي % | الودائع الزمنية وودائع الادخار بالعملة المحلية + الودائع بالعملات (4) | MS2 4+3 | نسبة التغير السنوي % | نسبة MS1 الى G.D.P % | نسبة MS2 لـ G.D.P العمق المالي % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 96075.0 | - | 12139.0 | 5259.0 | 17398.0 | - | 57271.0 | 74669.0 | - | 18.1 | 77.7 |
| 1991 | 111240.0 | 15.6 | 13051.0 | 5752.0 | 18803.0 | 8.0 | 72750.0 | 91553.0 | 22.6 | 16.9 | 82.2 |
| 1992 | 139075.0 | 25.2 | 14254.0 | 6813.0 | 21067.0 | 12.0 | 83549.0 | 104616.0 | 14.2 | 15.1 | 75.2 |
| 1993 | 157.260.0 | 12.9 | 16277.0 | 8228.0 | 24505.0 | 16.3 | 97287.0 | 121792.0 | 16.4 | 15.5 | 77.4 |
| 1994 | 175000.0 | 11.4 | 19067.0 | 9226.0 | 28293.0 | 15.4 | 108601.0 | 136894.0 | 12.3 | 16.1 | 78.2 |
| 1995 | 205000.0 | 17.1 | 21519.0 | 10171.0 | 31690.0 | 12.0 | 120367.0 | 152057.0 | 11.0 | 15.4 | 74.1 |
| 1996 | 228300.0 | 11.2 | 23643.0 | 11413.0 | 35056.0 | 10.6 | 133476.0 | 168522.0 | 10.8 | 15.3 | 73.8 |
| 1997 | 256250.0 | 12.2 | 25582.9 | 13223.0 | 39052.0 | 11.3 | 154850.0 | 193902.0 | 15.0 | 15.2 | 75.6 |
| 1998 | 280220.0 | 9.3 | 29517.0 | 14073.0 | 43590.0 | 11.6 | 166897.0 | 210487.0 | 8.8 | 15.5 | 75.1 |
| 1999 | 307600.0 | 9.6 | 32875.0 | 15969.0 | 48844.0 | 10.6 | 185725.0 | 239569.0 | 11.4 | 15.8 | 76.2 |
| 2000 | 340100.0 | 10.2 | 35042.0 | 14708.0 | 49750.0 | 3.1 | 205526.0 | 255276.0 | 8.9 | 14.6 | 75 |
| 2001 | 358700.0 | 5.2 | 384480.0 | 15287.0 | 53448.0 | 7.4 | 231425.0 | 284873.0 | 11.3 | 14.9 | 79.5 |
| 2002 | 378900.0 | 5.5 | 42299.0 | 17506.0 | 59805.0 | 11.8 | 268923.0 | 328728.0 | 15.4 | 15.7 | 86.7 |
| 2003 | 417500.0 | 10.3 | 48258.0 | 18954.0 | 67212.0 | 12.3 | 317050.0 | 384262.0 | 17.0 | 16.0 | 92.0 |
| 2004 | 485000.0 | 16.3 | 55923.0 | 21673.0 | 77606.0 | 15.4 | 357305.0 | 434911.0 | 13.0 | 16.0 | 89.0 |
| 2005 | 536630.0 | 10.5 | 63029.0 | 26656.0 | 89680.0 | 15.5 | 404199.0 | 493879.0 | 13.5 | 16.7 | 92.0 |
| 2006 | 563461.5 | 5.0 | 70258.0 | 33064.0 | 103322.0 | 15.2 | 431341.0 | 534682.0 | 8.3 | 18.3 | 94.8 |

المصدر:

- صندوق النقد العربي، مؤضرات اقتصادية، الدائرة الأقتصادية والفنية، ايو ظبي، اعداد مختلفة.
- صندوق النقد العربي، التقرير الأقتصادي العربي الموحد، ابو ظبي، اعداد مختلفة.
- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد مختلفة.

## ملحق (2)

### تطور مؤشرات عرض النقود والناتج المحلي الاجمالي في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006) بليون دولار

| السنوات | الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية GDP | نسبة التغير السنوي % | ودائع تحت الطلب | النقد المتداول خارج الجهاز المصرفي | MS1 | نسبة التغير السنوي % | النسبة الى GDP% | اشباه النقود | MS2 | نسبة التغير السنوي % | النسبة الى GDP% | MS3 | نسبة التغير السنوي % | النسبة الى GDP% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 5802.2 | - | 584.0 | 258.7 | 842.7 | - | 14.5 | 2448.1 | 3290.8 | - | 56.7 | 4164.0 | - | 71.7 |
| 1991 | 5986.2 | 3.1 | 621.6 | 294.0 | 915.6 | 8.6 | 15.2 | 2476.2 | 3391.8 | 3.0 | 56.6 | 4218.8 | 1.3 | 70.4 |
| 1992 | 6318.9 | 5.5 | 714 3 | 331.3 | 1045 6 | 14.1 | 16.5 | 2402.4 | 3448.0 | 1.6 | 54.5 | 4231.8 | 0.3 | 66.9 |
| 1993 | 6642 3 | 5.1 | 788.4 | 364.9 | 1153.3 | 10.3 | 17.3 | 2350.5 | 3503.8 | 1.6 | 52.7 | 4296.9 | 1.5 | 64.6 |
| 1994 | 7054.3 | 6.2 | 756.7 | 417.5 | 1174.2 | 1.8 | 16.6 | 2343.7 | 3517.9 | 0.4 | 49.8 | 4379.5 | 6.1 | 62.0 |
| 1995 | 7400.5 | 5.0 | 710.8 | 441.3 | 1152.1 | -1 8 | 15.5 | 2510.3 | 3662.4 | 4.1 | 49.4 | 4647.5 | 6.1 | 62.7 |
| 1996 | 7813.2 | 5.5 | 676.3 | 428 2 | 1104.5 | 4.1 | 14.1 | 2728.4 | 3832.9 | 4.6 | 49.0 | 4993.1 | 7.4 | 63.9 |
| 1997 | 8318.4 | 6.4 | 656.4 | 440.5 | 1096 9 | -0.6 | 13.1 | 2952.2 | 4049.1 | 5.6 | 48.6 | 5475.6 | 9.6 | 65.8 |
| 1998 | 8781.5 | 5 5 | 623.0 | 497.4 | 1120.4 | 2.1 | 12.7 | 3281.2 | 4401.6 | 8.7 | 50.1 | 6070.8 | 10.8 | 69.1 |
| 1999 | 9274.3 | 5.6 | 626.2 | 522.1 | 1148.3 | 2 4 | 12.3 | 3524.0 | 4672.3 | 6.1 | 50.4 | 6574.7 | 8.7 | 70.8 |
| 2000 | 9824.6 | 5.9 | 541.0 | 571.3 | 1112.3 | -3.1 | 11.3 | 3847 4 | 4959.7 | 6.1 | 50.4 | 7150.3 | 8.7 | 72.7 |
| 2001 | 10082.2 | 2.6 | 624.9 | 578.6 | 1203.5 | 8.1 | 11.9 | 4276.2 | 5479.7 | 10.4 | 54.3 | 8065.7 | 12.8 | 79.9 |
| 2002 | 10469.6 | 3.8 | 571.5 | 673.5 | 1245.0 | 3.4 | 11.8 | 4587.3 | 5832.3 | 6.4 | 55.7 | 8633.5 | 7.0 | 82.4 |
| 2003 | 10971.3 | 4.7 | 602.4 | 729.7 | 1332.1 | 6.9 | 12.1 | 4774.4 | 6112.0 | 4.7 | 55.7 | 8927.8 | 3.4 | 81.4 |
| 2004 | 11734.3 | 6.9 | 647.0 | 754.3 | 1401.3 | 5 1 | 11.9 | 5055.4 | 6456.7 | 5.6 | 55.0 | 9482.2 | 6.2 | 80.8 |
| 2005 | 12487.3 | 6.4 | 610.5 | 786.3 | 1396.8 | -0.3 | 11.1 | 5316.5 | 6713.3 | 3.9 | 53.7 | 10201.4 | 7.5 | 81.6 |
| 2006 | 13176.1 | 5.5 | 634.5 | 753.1 | 1387.6 | -0.6 | 10.5 | 5674.1 | 7061.9 | 5.1 | 53.5 | 10782.8 | 5.6 | 81.8 |

Source: .M.F, International Monetary Found, International Financial Statistics year books, 1995, 2005,2006, , 2007, pages Nuberes.

- تم احتساب النسب من قبل الباحث.
- المصطلحات التالية تعني:
- (Ms1) (عرض النقود بالمعنى الضيق) = الودائع الجارية بالعملة المحلية (ودائع تحت الطلب) + النقد المتداول.
- (MS2) (عرض النقود بالمعنى الواسع) = أشباه النقود ( الودائع الزمنية وودائع الأدخار بالعملة المحلية + الودائع بالعملات الأجنبية) + MS1
- (MS3) (عرض النقود بالمعنى الاوسع) = Ms2 + ودائع المستثمرين الزمنية.
- (MS4) (عرض النقود بمقياس السيولة= MS3 + اصول مالية عالية السيولة.

## ملحق (3)

### مؤشرات السياسة المالية في مصر للمدة (1990 – 2006) مليون جنيه

| السنوات | الانفاق العام | النسبة لـ G.D.P % | نسبة التغير السنوي % | الايرادات العامة | النسبة لـ G.D.P % | نسبة التغير السنوي % | الايرادات الضريبية | النسبة للايرادات العامة % | نسبة التغير السنوي % | العجز أو الفائض في الميزانية الحكومية | اجمالي الدين المحلي المستحق على الحكومة المركزية | نسبة التغير السنوي % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 30357.0 | 31.5 | - | 24863.0 | 25.8 | - | 16091.0 | 64.7 | - | -5494.0 | 60949.2 | - |
| 1991 | 39317.0 | 35.3 | 29.7 | 38250.0 | 34.3 | 54.0 | 20446.0 | 53.4 | 27.0 | -1067.0 | 71000.0 | 16.5 |
| 1992 | 57846.0 | 41.5 | 47.0 | 53015.0 | 38.1 | 38.7 | 30135.0 | 56.8 | 47.3 | -4831.0 | 81300.0 | 14.5 |
| 1993 | 63948.0 | 40.6 | 10.5 | 62712.0 | 39.8 | 16.6 | 34479.0 | 55.1 | 14.4 | -2121.0 | 87300.0 | 7.3 |
| 1994 | 70050.0 | 40.0 | 9.5 | 70639.0 | 40.5 | 14.2 | 39605.0 | 56.1 | 14.8 | 0589.0 | 95900.0 | 9.8 |
| 1995 | 73882.0 | 36.0 | 5.4 | 75710.0 | 36.9 | 7.2 | 43108.0 | 54.3 | 8.8 | 1828.0 | 105000.0 | 9.4 |
| 1996 | 75598.0 | 33.1 | 2.3 | 71187.0 | 31.1 | -6.0 | 40060.0 | 56.2 | -7.0 | -4411.0 | 114100.0 | 8.6 |
| 1997 | 79352.0 | 30.9 | 5.0 | 74174.0 | 28.9 | 4.2 | 42450.0 | 57.2 | 5.9 | -5178.0 | 125500.0 | 9.9 |
| 1998 | 73371.0 | 26.1 | -7.5 | 70780.0 | 25.2 | -4.5 | 47422.0 | 67.0 | 11.7 | -2591.0 | 136700.0 | 8.9 |
| 1999 | 92032.0 | 29.9 | 25.5 | 91812.0 | 29.8 | 29.8 | 58208.0 | 63.4 | 22.7 | -0220.0 | 147200.0 | 7.6 |
| 2000 | 101834.0 | 29.9 | 10.6 | 97673.0 | 28.7 | 6.3 | 62120.0 | 63.6 | 6.7 | -4161.0 | 164563.0 | 11.7 |
| 2001 | 109069.0 | 30.4 | 7.0 | 101051.0 | 28.1 | 3.4 | 66612.3 | 65.9 | 7.2 | -7988.0 | 194800.0 | 18.4 |
| 2002 | 113764.0 | 30.0 | 4.3 | 104042.0 | 27.4 | 2.9 | 69083.8 | 66.4 | 3.6 | -9722.0 | 221201.0 | 13.5 |
| 2003 | 125497.0 | 29.8 | 10.2 | 115551.0 | 27.6 | 11.0 | 81579.0 | 70.6 | 18.1 | -9946.0 | 252200.0 | 14.0 |
| 2004 | 141949.0 | 29.2 | 13.1 | 130202.0 | 26.8 | 12.7 | 85412.5 | 65.6 | 4.7 | -11747.0 | 292700.0 | 16.0 |
| 2005 | 169790.0 | 31.6 | 19.5 | 138224.0 | 25.7 | 6.1 | 95374.5 | 69.2 | 11.5 | -31566.0 | 349100.0 | 19.2 |
| 2006 | 192100.0 | 34.0 | 13.3 | 155400.0 | 27.5 | 12.4 | 99456.0 | 64.0 | 4.3 | -36700.0 | 387700.0 | 11.0 |

Source: International Monetary Found (IMF), International and Financial statistics (IFS), Various Numbers, year book, 1995, 2002, 2006, page, 220, 469, 220.

- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، اعداد مختلفة.
- صندوق النقد العربي، التقرير الأقتصادي العربي الموحد، أبو ضبي، اعداد مختلفة.
- بنك الاستثمار القومي المصري، حسب ما نشر على موقع الانترنت www.eip.gov.eq .
- تم احتساب النسبة من قبل الباحث.

## ملحق (4)

## تطور مؤشرات السياسة المالية في الولايات المتحدة للمدة (1990 – 2006)

بليون دولار

| السنوات | النفقات العامة | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | الإيرادات العامة | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | العجز الحكومي | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % | حجم الدين المحلي العام | نسبة التغير السنوي % | النسبة لـ G.D.P % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1990 | 1288.1 | - | 22.2 | 1052.8 | - | 18.1 | -236.0 | - | 4.0 | 2565.0 | - | 44.2 |
| 1991 | 1325.4 | 2.8 | 22.1 | 1059.8 | 0.7 | 17.7 | -265.6 | 12.5 | 4.4 | 2860.3 | 11.5 | 47.7 |
| 1992 | 1428.3 | 7.7 | 22.6 | 1101.4 | 3.9 | 17.4 | -326.8 | 23.0 | 5.1 | 3140.8 | 10.1 | 50.0 |
| 1993 | 1401.8 | -1.8 | 21.1 | 1175.2 | 6.7 | 17.6 | -226.5 | -30.6 | 3.4 | 3403.8 | 8.0 | 51.2 |
| 1994 | 1462.1 | 4.3 | 20.7 | 1277.5 | 8.7 | 18.1 | -184.6 | -18.4 | 2.6 | 3551.7 | 4.3 | 50.3 |
| 1995 | 1513.4 | 3.5 | 20.4 | 1367.2 | 7.0 | 18.4 | -146.2 | -20.8 | 1.9 | 3698.7 | 4.1 | 50.0 |
| 1996 | 1585.4 | 4.7 | 20.2 | 1474.7 | 7.8 | 18.8 | -110.8 | -24.2 | 1.4 | 3842.1 | 3.8 | 49.1 |
| 1997 | 1621.8 | 2.2 | 19.4 | 1619.5 | 9.8 | 19.4 | -2.4 | -97.8 | 0.02 | 3866.5 | 0.6 | 46.4 |
| 1998 | 1693.3 | 4.4 | 19.2 | 1747.7 | 7.9 | 20.0 | 54.4 | 260.0 | 0.6 | 3805.7 | -1.5 | 43.3 |
| 1999 | 1701.6 | 0.4 | 18.3 | 1858.3 | 6.3 | 20.0 | 156.7 | 188.0 | 1.6 | 3711.6 | -2.4 | 40.0 |
| 2000 | 1788.1 | 5.0 | 18.2 | 2042.7 | 10.0 | 20.7 | 254.6 | 62.4 | 2.6 | 3413.2 | -8.0 | 34.7 |
| 2001 | 1902.8 | 6.4 | 18.8 | 1995.3 | -2.8 | 19.7 | 92.4 | -65.0 | 1.0 | 3394.4 | -0.5 | 33.6 |
| 2002 | 2044.9 | 7.4 | 19.5 | 1814.4 | -9.0 | 17.3 | -230.5 | 149.4 | 2.2 | 3647.9 | 7.4 | 34.9 |
| 2003 | 2191.9 | 7.1 | 20.0 | 1795.1 | -1.0 | 16.3 | -396.3 | 71.9 | 3.6 | 4042.9 | 10.8 | 36.8 |
| 2004 | 2326.4 | 6.1 | 19.8 | 1926.2 | 7.3 | 16.4 | -400.2 | 0.9 | 3.4 | 4382.6 | 8.4 | 37.3 |
| 2005 | 2515.4 | 8.0 | 20.1 | 2197.3 | 14.0 | 17.5 | -318.1 | -20.5 | 2.5 | 4703.5 | 7.3 | 37.6 |
| 2006 | 2693.9 | 7.0 | 20.3 | 2431.3 | 10.6 | 18.3 | -262.6 | -17.4 | 1.0 | 4833.8 | 2.7 | 36.6 |

Source: I.M.F, International Monetary Found, International financial statistics, year, books, 1995, 2002, 2005, 2006, 2007, pages Nuberes.

## ملحق (5)

## المتغيرات النقدية والمالية المستبعدة من التاثير في مؤشرات اداء سوق مصر للاوراق المالية

### أولاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير على المؤشر العام لأسعار الاسهم

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.333 | 0.207 | 1.323 | 0.383 | $x_2$ |
| -0.327 | 0.217 | 1.293- | -0.220 | $x_3$ |
| 0.121 | 0.654 | 0.457 | 0.037 | $x_4$ |
| 0.064 | 0.815 | 0.239 | 0.045 | $x_6$ |
| 0.014 | 0.959 | 0.053 | 0.010 | $x_7$ |
| 0.384 | 0.142 | 1.554 | 0.317 | $x_8$ |

### ثانياً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشر القيمة السوقية

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.099 | 0.207 | 1.323 | 0.383 | $x_2$ |
| -0.322 | 0.217 | -1.293 | -0.220 | $x_3$ |
| 0.213 | 0.654 | 0.457 | 0.037 | $x_4$ |
| -0.208 | 0.815 | 0.239 | 0.045 | $x_6$ |
| -0.224 | 0.959 | 0.053 | 0.010 | $x_7$ |
| 0.132 | 0.142 | 1.554 | 0.317 | $x_8$ |

**ثالثاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشر حجم التداول.**

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.409 | 0.130 | 1.614 | 0.676 | $x_2$ |
| -0.402 | 0.138 | -1.581 | -0.286 | $x_3$ |
| -0.392 | 0.148 | -1.538 | -0.306 | $x_6$ |
| -0.242 | 0.386 | -0.898 | -0.175 | $x_7$ |
| 0.277 | 0.318 | 1.038 | 0.407 | $x_8$ |

**رابعاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشرات معدل دوران السهم**

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in /B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.487 | 0.091 | 1.651 | 1.167 | $x_2$ |
| -0.199 | 0.515 | -0.673 | -0.441 | $x_3$ |
| 0.451 | 0.122 | 1.675 | 0.877 | $x_8$ |

**خامساً: الارتباط الجزئي بين المتغيرات المستقلة (x7, x6, x4, x3) في النموذج الرابع**

| النموذج الرابع | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | | x3 | x4 | x6 |
| correlation | | | 0.294 | 0.196 |
| | $x_4$ | 0.294 | | -0.219 |
| | $x_6$ | 0.196 | -0.219 | |
| | $x_7$ | 0.049 | 0.077 | -0.934 |

## ملحق (6)

## السياسات والمتغيرات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشرات اداء سوق نيويورك للأوراق

### أولاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في المؤشر العام لأسعار الأسهم

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.009 | 0.973 | 0.035 | 0.030 | $x_1$ |
| -0.095 | 0.726 | -0.357 | -0.022 | $x_3$ |
| -0.550 | 0.840 | -0.206 | -0.039 | $x_5$ |
| -0.079 | 0.772 | -0.295 | -0.04 | $x_6$ |
| 0.254 | 0.342 | 0.984 | 0.091 | $x_8$ |

### ثانياً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشر القيمة السوقية

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.041 | 0.886 | 0.147 | 0.019 | $x_1$ |
| 0.006 | 0.982 | 0.023 | 0.006 | $x_5$ |
| 0.003 | 0.991 | 0.012 | 0.002 | $x_6$ |
| 0.208 | 0.456 | 0.769 | 0.063 | $x_8$ |

### ثالثاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في مؤشر حجم التداول

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| 0.272 | 0.309 | 1.056 | 0.139 | $x_1$ |
| -0.379 | 0.149 | -1.534 | - 0.129 | $x_3$ |
| 0.168 | 0.533 | 0.639 | 0.172 | $x_5$ |
| 0.004 | 0.988 | 0.015 | 0.003 | $x_6$ |
| 0.083 | 0.759 | 0.313 | 0.043 | $x_8$ |

رابعاً: مؤشرات السياسات النقدية والمالية المستبعدة من التأثير في معدل دوران السهم

| Partial Correlation | S.g / P | T | Beta in / B | المتغيرات |
|---|---|---|---|---|
| -0.153 | 0.570 | -0.581 | -0.225 | $x_1$ |
| -0.182 | 0.501 | -0.691 | -0.148 | $x_3$ |
| -0.404 | 0.121 | -1.652 | -1.634 | $x_6$ |
| 0.120 | 0.708 | 0.382 | 0.215 | $x_7$ |
| -0.423 | 0.102 | -1.748 | -0.535 | $x_8$ |

**Monetary and Fiscal Policies**

**&**

**Performance Of Market Exchange Indexes**

# Abbas Al – Daami

# المراجع

## المصادر العربية

### اولاً: الكتب: Arabic References

1- د. ابراهيم علي ابراهيم عبد ربه، الأحصاء الوصفي، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2005.

2- د. أمجد زهير شامية، النقود والمصارف، الطبعة الاولى، دار زهران، عمان، بلا.

3- د. احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، جامعة القاهرة، 1998.

4- د. ارشد فؤاد التميمي و د. اسامة سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار المسير، عمان، 2004.

5- د. اكرام حداد و د. مشهور هذلول، النقود والمصارف (مدخل تحليلي ونظري)، الطبعة الاولى، الأوائل، عمان، 2005.

6- د. اكرام عبد العزيز، الإصلاح المالي بين نهج صندوق النقد الدولي والخيار البديل، بيت الحكمة، بغداد، 2002.

7- د. اميرة حسب الله محمد، محددات الأستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة العربية (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2005.

8- بول. آ ساموبلسون، الاقتصاد، ترجمة هشام عبد الله، الطبعة الاولى، الدار الاهلية، عمان، 2001.

9- باري سيجل، النقود والبنوك والأقتصاد، ترجمة د. طه عبد الله و د. عبد الفتاح عبد الرحمن، جامعة الملك سعود، 1987.

10- د. باهر محمد عتلم، اقتصاديات المالية العامة، مطبعة جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998.

11- د. توفيق عبد الرحيم يوسف، الادارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الاجنبية، الطبعة الاولى، دار صفاء، عمان، 2004.

12- توماس ماير واخرون، ، النقود والبنوك، ترجمة د. احمد عبد الخالق و د. احمد بديع بليح ، دار المريخ، الرياض، 2002.

13- د. ثروت محمد عبد المنعم، مدخل حديث للاحصاء والأحتمالات، الطبعة الاولى، مكتبة العبيكان، السعودجية، 2004.

14- ج. آكلي، الأقتصاد الكلي (النظرية والتطبيق)، ترجمة عطية مهدي سلمان، مراجعة د. عبد المنعم السيد علي، الجزء الاول، 1980.

15- جيمس جوارتني واخرون، الأقتصاد الكلي القائم على الفطرة السليمة، ترجمة عباس ابو التمن، ، الطبعة الاولى، منشورات منتدى بغداد الأقتصادي، 2006.

16- جيمس جوارتني ودبجار استروب، الأقتصاد الكلي (الاختيار العام والخاص)، ترجمة عبد الفتاح عبد الرحمن واخرون، ، دار المريخ، الرياض، 1988.

17- د. جميل سالم الزيدانين، اساسيات في الجهاز المالي (المنظور العلمي)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

18- جورج كلارك وأخرون، مؤجز في الأقتصاد الامريكي، مكتب الاعلام الخارجي، وزارة الخارجية الامريكية، 2002.

19- د. حامد عبد المجيد دراز، مباديء المالية العامة، مركز الاسكندرية للكتاب، 2000.

20- د. حسن النجفي، سوق الاوراق المالية، شركة الأعتدال، بغداد، 1992.

21- د. حسن عواضه و د. عبد الرؤوف قطيف، المالية العامة (الموازنة، الضرائب، الرسوم) دراسة مقارنة، الطبعة الاولى دار الخلود للطباعة، بيروت، 1995.

22- د. حسين علي خربوش وأخرون، الأستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران، 1999.

23- د. حسين علي خربوش واخرون، ادارة المحفظة الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار زهران، عمان، 1999.

24- د. خالد وهيب الراوي، مفاهيم - تحليل - استراتيجية، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان، 1999.

25- خليل الهندي وانطوان الناشف، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.

26- د. دلال القاضي واخرون، الاحصاء للاداريين والأقتصاديين، دار الحامد، عمان، 2005.

27- رعد حسن الصرن، اساسيات التجارة الدولية المعاصرة في الميزة المطلقة الى العولمة والرفاهية الأقتصادية، الجزء الاول، سلسلة الرضا للمعلومات، 2000.

28- د. رمضان علي الشراح و د. محروس احمد حسن، الأستثمار (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الأسكندرية، 1999.

29- روبرت كارسون، ماذا يعرف الاقتصاديون عن التسعينات وما بعدها، ترجمة دانيال رزق، الدار الجامعية، القاهرة، 1994.

30- د. زكريا الدوري و ده. يسرى السامرائي، البنوك المركزية والسياسات النقدية، دار اليازودي، عمان، 2006.

31- د. زياد رمضان، مباديء الاستثمار الحقيقي والمالي، الطبعة الاولى، دار وائل، عمان 1998.

32- د. زينب عوض الله و د. اسامة الغولي، اساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2003.

33- د. سالم توفيق النجفي، سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي، الطبعة الاولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
34- د. سامي خليل، النظريات النقدية والمالية، الطبعة الاولى، شركة كاظمة، الكويت، 1982.
35- د. سهير محمد السيد حسن، النقود والتوازن الاقتصادي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1985.
36- د. سيف سعيد السويدي، النقود والبنوك، الطبعة الثالثة، جامعة قطر، 2002.
37- د. سيف سعيد السويدي، مدخل لأسس الأقتصاد، الطبعة السادسة، جامعة قطر، 2002.
38- د. صلاح الدين حسن السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة (دراسات نظرية وتطبيقية، كتب دار الأداب، الامارات، 1998.
39- د. صلاح السيد جودة، بورصة الاوراق المالية، الطبعة الاولى، الاشعاع الفني، الاسكندرية، 2000.
40- د. عادل فليح العلي و د. طلال محمد كداوي، اقتصاديات المالية العامة، الكتاب الاول، الدار الجامعية، جامعة الموصل، 1989.
41- د. عادل فليح العلي، المالية العامة والتشريع المالي، الدار الجامعية، جامعة الموصل، 2002.
42- عبد الحليم كراجة واخرون، الأدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء، عمان، 2006.
43- د. عبد الغفار حنفي و د. رسمية قرياقص، اسواق المال (بنوك تجارية، شركات التأمين، شركات استثمار)، الدار الجامعة، الأسكندرية، 2002.
44- د. عبد الغفار حنفي و ده. رسمية قرياقص، الأسواق المالية وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2002.

45- د.عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم، سندات، وثائق استثمارية، خيارات)، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2004.

46- د. عبد الغفار حنفي، اساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (اسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، خيارات)، الأسكندرية، 2005.

47- د. عبد الغفار حنفي، الأستثمار في الاوراق المالية (اسهم، سندات، وثائق، الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.

48- د. عماد محمد علي العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية (اسبابه، انعكاساته على الاقتصاد العالمي)، الطبعة الاولى، بيت الحكمة، بغداد، 2002.

49- د. عبد المجيد المهيلمي و د. حازم البيلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الثانية، البلاغ، عمان 2005.

50- د. عبد الناصر نور واخرون، الضرائب ومحاسبتها، الطبعة الاولى، دار المسيرة للطباعة، عمان، 2003.

51- د. عبد المنعم السيد علي و د. نزار سعد العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، عمان، 2003.

52- د. علي توفيق الصادق وأخرون، السياسة النقدية في البلدان العربية (النظرية والتطبيق، معهد السياسيات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، العدد / 2، مؤسسة اكسبرس الطباعية، ابو ظبي، 1996.

53- د. علي خليل و د. سلمان اللوزي، المالية العامة، دار زهران للطباعة، عمان، 2000.

54- د. عوض فاضل اسماعيل الدليمي، النقود والبنوك، دار الحكمة، الموصل، 1990.

55- د. غازي عبد الرزاق النقاش، المالية العامة (تحليل اسس الأقتصاديات المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان، 2001.

56- د. غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل والعمليات المصرفية الدولية، الطبعة الثانية، 2001.

57- د. غالب عوض الرفاعي و د. عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك (الأساسيات)، الطبعة الاولى، دار وائل، عمان، 2002.
58- د. فريد النجار، الأستثمار، وبالنظم الالكترونية والأقتصاد الرقمي، مؤسسة شباب الجامعة، الأسكندرية، 2004.
59- د. ماهر كنج شكري ومروان عوض، العملات والمشتقات المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الحامد للطباعة والتوزيع، عمان، 2004.
60- م. أج دي كوك، الصيرفة المركزية، ترجمة عبد الواحد المخزومي، الطبعة الاولى، دار الطليعة، لبنان، 1987.
61- مجدي محمود شهاب، الأقتصاد المالي (نظرية مالية الدولة والسياسة المالية للنظام الرأسمالي، الدار الجامعية الجديدة، الأسكندرية، 1999.
62- محمد ابراهيم الشبلي وطارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
63- د. محمد صالح الحناوي و د. جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الأسكندرية، 2005.
64- د. محمد صالح جابر، الأستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الاولى، مطبعة الخليج، الكويت، 1982.
65- محمد عبد الرحمن اسماعيل، تحديد الأنحدار الخطي، مركز البحوث، السعودية، 2001.
66- د. محمد غزلان، أقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 2004.
67- د. محمود صبيح، الأبتكارات المالية (المؤسسات المالية الغائبة عن السوق المالي المصري)، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 1998.
68- د. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الاولى، دار الشروق، عمان، 2005.

69- د. مصطفى رشدي شيحة، الأقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، الأسكندرية، 1985.

70- د. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الأستثمار، الطبعة الثانية، دار المعارف، الأسكندرية، 2004.

71- د. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، دار المعارف، الأسكندرية، 2005.

72- د. منير ابراهيم هندي، ادارة الأسواق والمنشآت المالية، المعارف، الأسكندرية، 2002.

73- د. منير ابراهيم هندي، الأدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الأسكندرية، 2004.

74- مايكل ابد جمان، الأقتصاد الكلي (النظرية والسياسة)، ترجمة محمد ابراهيم، دار المريخ، 1989.

75- د. ناجي جمال، ادارة محفظة الاوراق المالية، الطبعة الاولى،المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 1998.

76- د. ناظم محمد نوري الشمري وأخرون، سياسات الأستثمار العيني والمالي، الطبعة الاولى، دار وائل، عمان، 1999.

77- د. هشام محمد صفوت العمري، اقتصاديات المالية العامة والسياسة المالية، الطبعة الثانية، مطبعة التعليم العالي، بغداد، 1988.

78- د. وليد اسماعيل السيفو و د. أحمد محمد مشعل، الأقتصاد القياسي التحليلي (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار مجدلاوي، عمان، 2003.

ثانياً: البحوث والدراسات:

79- د. ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الأقتصادية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2005.
80- د. احمد منير نجار، دور الانفاق العام في تحقيق الأستقرار الأقتصادي (حالة دولة الكويت)، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية العدد / 9 مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، 1999.
81- باسم عبد الهادي حسن، الاسواق المالية العالمية في الربع الاخير من عام 2001، دراسات اقتصادية العدد/4، بيت الحكمة، 2002.
82- بشير الزغبي، تأثير العوامل الأقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان خلال المدة (1978 – 1998)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد/ 27، العدد /2، 2002.
83- حسان خضير، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، معهد التخطيط العربي، الكويت، 2004.
84- حسين صبحي العباس، الأفاق والمعوقات الرئيسية (آليات انشاء اسواق الاوراق المالية)، مجلة مستقبلية، العدد / 15، كلية الحدباء الجامعة، 2005.
85- د. سمير عبد الغني محمود، المفهوم الشامل لكفاءة سوق الاوراق المالية، مجلة البنوك، العدد /5، عمان، 1989.
86- سالم دار بار وأخرون، تقييم المراكز المالية فيما وراء البحار، مجلة التمويل والتنمية ، مجلد / 40، العدد / 4، 2003.
87- سامر سنقرط، المقررات الجديدة للجنة بأزال لرأسمال، مجلة البنوك، مجلد / 22، العدد / 9، عمان، 2003.
88- د. عيسى محمد الغزالي، تحليل الاوراق المالية، المعهد العربي للتخطيط، العدد / 27، السنة الثالثة، ، الكويت، 2004.
89- فائق جبر النجار، مقدمة عن الأسواق المالية وكفاءتها، مجلة البنوك، المجلد /21، العدد/ 4، عمان، 2002.

90- كاثرين ل. مان، عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة هل يمكن احتماله، مجلة التمويل والتنمية، 2000.

91- محمد آدم، اسواق الاوراق المالية وأقتصاديات الدول النامية، مجلة البنأ المستقبل، العدد / 59، بيروت، 2001.

92- د. منير ابراهيم هندي، سلسلة الاسواق المالية (الأسواق الحاضرة والمستقبلة لأسواق الاوراق المالية وأسواق الاختيار واسواق العقود المستقبلة)، مجلة الأدارة والأقتصاد، مجلس الأمانة للوحدة الأقتصادية العربية، العدد /20، 2000.

93- محمد يسر برنية، تطوير اسواق الاوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2004.

94- مشهور الحارثي، تزايد التوقعات بأرتفاع الفائدة حتى 5.25٪ يهبط بالأسهم الامريكية، الجريدة الاقتصادية الالكترونية، 2006.

**ثالثاً: الرسائل والأطاريح**

- الاطاريح:

95- ابراهيم رسول هاني، اثر اسواق رأس المال في النمو الأقتصادي (دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة)، أطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة القادسية، 2005.

96- احمد بريهي العلي، ميزان المدفوعات والتغيير النقدي والأنفاق العام، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة بغداد، 1991.

97- اوس فخر الدين ايوب الجوتجاتي، اثر متغيرات نقدية والمالية في النمو الأقتصادي في بلدان نامية مختارة، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة الموصل، 2005.

98- بشير هادي الطائي ، قياس الأداء التنموي للأسواق المالية العربية (1994 – 2004)، أطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة البصرة، 2006.

99- خولة سلمان الوسي، الآثار الأقتصادية للحصار في التمويل والتضخم والتشغيل، أطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 1998.

100- عبد الكريم جابر العيساوي، دارسة تحليلية لظاهرتي الأندماج والتملك الاقتصاديين مع التركيز على القطاع المصرفي (تجارب عالمية مختارة)، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والأقتصاد، الجامعة المستنصرية، 2004.

101- عفراء هادي سعيد، البنك المركزي والأقتراضي الحكومي، اطروحة دكتوراه، كلية الإدارة والأقتصاد، جامعة بغداد، 2004.

102- علي يحيى علي العكيلي، فعالية السياستين المالية والنقدية وأنعكاساتهما على المتغيرات الأقتصادية الكلية، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة بغداد، 2002.

103- فلاح حسن ثويني، دور البنك المركزي في تحقيق التوازن الأقتصادي، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة بغداد، 2001.

104- ميثم ربيع هادي الحسناوي، أستخدام خيارات مستقبلية في تحويط المخاطرة السعرية للنفط الخام (دراسة تطبيقية لتحويط المخاطر السعرية للنفط الخام العراقي)، اطروحة دكتوراه، كلية الادارة والأقتصاد، جامعة بغداد، 2006.

105- نبيل مهدي الجنابي، العلاقة بين تقلبات الأسهم والتضخم والتوقعات في أسواق ناشئة، اطروحة دكتوراه كلية الادارة والأقتصاد، جامعة القادسية، 2005.

- الرسائل

106- عباس كاظم جاسم، تقييم السياسة النقدية في بلدان عربية مختارة، رسالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، 2005.

رابعاً: التقارير والنشرات والاحصاءات:

107- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الأسكوا)، مسح للتطورات الأقتصادية والاجتماعية في منطقة الأسكوا، 2002 / 2003 ، 2003 / 2004، 2004 / 2005، 2005 / 2006)، الامم المتحدة نيويورك، 2003، 2004، 2005، 2006.

108- اللجنة الأقتصادية والأجتماعية لغربي اسيا (الأسكوا)، الأتجاهات الحديثة وآثارها في منطقة الأسكوا، العدد / 2، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005.

109- اللجنة الأقتصادية والأجتماعية لغربي اسيا (الأسكوا)، الأتجاهات الحديثة وآثارها (سلوكيات القطاع المصرفي وكافئته في مجال الأقراض في بلدان مختارة من اعضاء في الأسكوا، العدد /3، الامم المتحدة، نيويورك، 2005.

110- اللجنة الأقتصادية والأجتماعية لغربي اسيا (الأسكوا)، تحليل الأداء الأقتصادي وتقييم النمو الانتاجية في منطقة الأسكوا، الأمم المتحدة، نيويورك، 2005.

111- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الاسكوا)، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الاسكوا (دور الاستثمار والانفاق العام في النمو الأقتصادي)، الامم المتحدة، نيويورك، 2005.

112- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا (الاسكوا)، التوقعات والتنبؤات العالمية لمنطقة الاسكوا (الديون والاستثمار والنمو الأقتصادي المحفز ذاتياً في منطقة اللجنة الاقتصادية والاجتماعية) الامم المتحدة، نيويورك، 2005.

113- اللجنة الأقتصادية والاجتماعية لغربي أسيا (الأسكوا)، تحليل سياسات الأقتصاد الكلي لأنحراف التنسيق الأقليمي في منطقة الأسكوا (تزامن الدورة الأقتصادية وتنفيذ سياسات الأقتصاد الكلي)، الامم المتحدة، نيويورك، 2006.

114- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي (2002 / 2003، 2003 / 2004، 2004 / 2005).

115- البنك المركزي المصري ، المجلة الأقتصادية، العدد / 4، المجلد / 46، قطاع البحوث والتطوير والنشر، 2005 / 2006.

116- البنك المركزي المصري، المجلة الأقتصادية، العدد / 1، المجلد / 47، قطاع البحوث والتطوير والنشر 2006 – 2007.

117- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، مناخ الأستثمار في الدول العربية، الكويت، 2006.

118- صندوق النقد العربي، التقرير الأقتصادي العربي الموحد، ابو ظبي (1996 – 1998 – 2000 – 2001 – 2002 – 2004 – 2005 – 2006).

119- صندوق النقد العربي، أسعار الصرف التقاطعية لعملات الدول العربية، العدد / 15، ابو ظبي، 1998.

120- صندوق النقد العربي، مؤشرات اقتصادية، العدد / 15، ابو ظبي، 1998.

121- صندوق النقد العربي، الحسابات القومية في الدول العربية، العدد / 19، ابو ظبي، 1999.

122- صندوق النقد العربي، مؤشرات اقتصادية، (1990 – 2000)، العدد / 18، ابو ظبي، 2001.

123- صندوق النقد العربي، الحسابات القومية في الدول العربية (1990 – 2000)، العدد / 21، ابو ظبي، 2001.

المصادر الأجنبية: Foreign References

**A- The Books, Researches & Articles:**

1- Albert S. Dexter, Manrice D. Levi & Barrie R. Nauh, Stock Prices, the impact of requlatiom, journal monetary economics Washington, 2002.

2- Davida Sokid well and Richard L. Peterson, Financial Institutions, Markets and money, 3rd edition, C.B.S, College Publising, the Dryden press, Hdt , rinchan fand wistong, 1996.

3- Davida E. Rapach, Macro Shocks and real stock prices, journal of economics and business, Albers Shool and economics seatte university, 2001.

4- Fabio Ghironi, Macroeconomic Interdependence under Incomplete Markets, Journal Of International Economics, Boston College, U.S.A, 2006.

5- Flavio Padrini, Velocity Innovations, Financial Markets and the real economy, journal of monetary economics, OECD, economics, department, 2002.

6- Frederic S. Mishkin, The Economic of money, Banking and financial Market, 6 th edition, Addison – wesly, U.S.A, 2001.

7- Francis J. Clarck, Management of Investment, Mc. Graw Hill, inc, Japan, 1983.

8- Gerald R. Jensen and Jeffery M. Mercer, Security Markets and information content of monetary plociy turning, the guarterly review of economics and Finance, www.elsevier.com, 2006.

9- Gordan J. Alexander, William F. Sharp and Jeffry V. bailey Fundamentals of investments, 2nd edition, prentice, hell, inc, new jersey, 1993.

10- Hans Follmer, Unluch Horst and Alan Kirnan, Equilibria in financial Markets with heterogeneous agents: Aprobabilistic perspective, working paper, I.M. F., 2004.

11- International Monetary Fund, International Capital department, Global Markets, analysis division, financial market up date, 2003.

12- International monetary Fund, international and capital markets department, Globa Markets analysis division, working paper, 2006.

13- International monetary Fund, monetary implementation different stages of market development, country cases and appendices supplementary information, working paper, 2004.

14- James P. Dow , the demand and Liquiddity effects of monetary shocks, journal monetary economics, Washington, 1995.

15- Kenneth F. wallis, introductiony econometries, lectures in economics, firt edition, Aldine publishing company , 1972.

16- Lawrence S. Ritter and William L. Silber, principles of money banking and financial market, 6th edition, basic book, inc, publishers, new york, 1989.

17- Micheal Burda and Charles Wyplosz, Marcoecon (Aeurpean text), 2nd edition Oxford university, inc, New York, 1997.

18- Mahmood Ibrahim Noor and Adnentaien , financial bank, stabis an English , 3th edition, al isra university, Jordan, 2003.

19- Ming H- chen, woo G. kim and Hyun J. Kim, the impact of macroeconomics and non macroeconomics forces an hotel stock returns, internationall journal of hospitality managements, 2005.

20- Matthins Doeplce and martin Schneider, inflation and redistribution of nominal wealth, center for economic policy research, New York, 2006.

21- Michael Parkin, Melanie powell and kent mathews, Economics, 3th edition, Addison Wesley long unanlimited, Edinburgh gate haelow essex, English, 1997.

22- Rossl Edvine, Stock markets: Aspur economic growth, I.M.F working paper, 1996.

23- Ross Levine and Sara Zervos, capital contrdiberalization and stock development, the policy research working paper, 1996.

24- Russell J. Fuller, and Janes L Farrell, Modern investment and security analysis, Mc Graw hill, U.S.A., 1987.

25- Rose peter, Gommercial bank Management, 4th edition, Irwin Mc Grow Hill, 1999.

26- Shaunk. Roache and Mathew D, Merrih, Currency rish permiain global stock markets, I.M.F. working paper, 2006.

27- Sharp F. willion and Alxander J. Gordon, Investment, 4th edition pricntics Hall , inc 1990.

28- Tansin Saadi and Martin Petri, the Jordanian stocj marke (should you investing it for risk diversification or prefermane, inc, working paper, 2006.

29- Talmur baigs and Maumohan, S. Kumar, Fiscal and Monetary nexas in emerging market economics, I.M.F, working paper, 2006.

**B- Reports:**

30- Emerging stock Market, International and Financing corporation (I.F.C) Washington, Year book, 1999.

31- International Monetary Fund (IMF), international Financial Statistics, Year book, 1995, 2002, 2005, 2006, 2007.

**C- Internet:**

32- http://financial market/u-s-markets.htm

33- financial market/dowjons,nasdaa,s&p500,stock market data - cnnmoney-com.html

34- financial market/wall street-wikipedia, the freeency clopedia.htm

35- financial market/world-markets.htm

36- financial market/NASDAQ-wikipedia, the free enceclopedia.htm

37- www.nysedata.com/nysedata/infornation products/73/default.aspx

38- www.stclemnts lectures.com

39- www.eiq.gov.eq.com

40- www.en.wikipedia.org.com

41- www.stock reportservices.com

42- www.undio.org.com

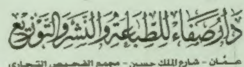
# السياسات النقدية والمالية

## وأداء سوق الأوراق المالية




9789957245085





عمان - شارع الملك حسين - مجمع الفحيص التجاري
تلفاكس: 4612190 6 962+ ص.ب 922762 عمان 11192 الأردن
www.darsafa.net E-mail:safa@darsafa.net